Corso di Finanza aziendale
dispensa su

Condizioni di equilibrio aziendale e Analisi di bilancio

a.a. 2019/20

di Riccardo Palumbo

Sommario:

1. La prospettiva economico-aziendale nell'analisi della gestione 4
2. L'economicità aziendale 7
3. La scomposizione della gestione aziendale in classi di operazioni omogenee: la gestione economica 12
3.1. La gestione economica caratteristica 12
3.2. La gestione economica accessoria 16
3.3. La gestione economica straordinaria 18
4. La scomposizione della gestione aziendale in classi di operazioni omogenee (segue): la gestione finanziaria 19
5. La scomposizione della gestione aziendale in classi di operazioni omogenee (segue): la gestione monetaria 30
6. Dallo stato patrimoniale alla struttura finanziaria. 31
6.1. La trasformazione dell'attivo in "impieghi". 35
6.2. La trasformazione del passivo e del netto in "fonti". 36
7. I margini. 38
8. La riclassificazione del conto economico 51
8.1. Dal conto economico "per natura" al conto economico "per destinazione". 51
8.2. La riclassificazione a "costo del prodotto venduto". 55
8.3. La riclassificazione a "valore aggiunto". 56
8.4. La riclassificazione a "margine lordo di contribuzione". 57
9. L'analisi dell'equilibrio finanziario/patrimoniale 58
9.1. I quozienti di composizione. 58
9.2. I quozienti di struttura finanziaria. 59
9.3. I quozienti relativi al ciclo finanziario. 62
10. L'analisi dell'equilibrio economico 68
10.1. I quozienti di efficienza. 68
10.2. I quozienti di economicità: il ROS. 68
11. L'analisi dell'equilibrio aziendale 73
11.1. Dalla economicità alla redditività: il ROI e il ROA. 73
11.2. La redditività netta aziendale: il ROE. 75
11.3. La leva finanziaria 81
Appendice: casi aziendali di analisi di bilancio..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
Caso n. 1: Impresa di servizi. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
1.a I bilanci di esercizio. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
1.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale. ... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
1.3. La riclassificazione del conto economico..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
1.4. L'analisi dell'equilibrio finanziario-patrimoniale. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
1.5. L'analisi dell'equilibrio economico..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
1.6. L'analisi dell'equilibrio aziendale. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
1.7. Considerazioni conclusive sul caso. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
Caso n. 2: Impresa mercantile all'ingrosso. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2.1. I bilanci di esercizio..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale. ... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2.3. La riclassificazione del conto economico..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.4. L’analisi dell’equilibrio finanziario-patrimoniale. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2.5. L’analisi dell’equilibrio economico..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2.6. L’analisi dell’equilibrio aziendale. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
2.7. Considerazioni conclusive sul caso. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
Caso n. 3: Impresa industriale. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.1. I bilanci di esercizio..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale. ... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.3. La riclassificazione del conto economico..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.4. La eliminazione delle interferenze fiscali..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.5. La riclassificazione dello stato patrimoniale corretto..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.6. La riclassificazione del conto economico corretto. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.7. L’analisi dell’equilibrio finanziario-patrimoniale. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.8. L’analisi dell’equilibrio economico..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.9. L’analisi dell’equilibrio aziendale. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**
3.10. Considerazioni conclusive sul caso. ..... **Errore. Il segnalibro non è definito.**

1. La prospettiva economico-aziendale nell'analisi della gestione

La scarsità delle risorse di cui l'uomo può disporre per il soddisfacimento dei propri bisogni impone la razionalizzazione del loro impiego. Il *problema economico* è riferito alla scelta (decisione) dei modi migliori di impiego che, nell'ambito di una pluralità di alternative, implica l'analisi dei processi attraverso i quali avviene la *trasformazione delle risorse originarie in nuove risorse*, trasformazione per la cui realizzazione sono istituite le aziende.
A seconda della prospettiva adottata, è possibile osservare la rigenerazione di input in output, di flussi monetari in entrata in flussi monetari in uscita, di finanziamenti in erogazioni, di prezzi-costo in prezzi-ricavo, di investimenti in realizzi, di conoscenze applicate – esperienze e apprendimento – in conoscenze sedimentate, e via discorrendo.
Esiste dunque un aspetto parziale (tecnico) del processo di trasformazione, relativo alle quantità fisiche di input che vengono combinate (nel rispetto di una *funzione di produzione*) e alle quantità fisiche di output che vengono ottenute, rispetto al quale si pone un problema di *efficienza interna* (o tecnica per l'appunto), ed un aspetto globale (economico) rivolto al complesso sistema delle scelte aziendali, cui viene universalmente assegnato un *obiettivo di ottimizzazione del processo di trasformazione*. Tale ultimo obiettivo sfocia nella relazione esistente tra il flusso dei costi – attraverso cui si manifestano le risorse investite – ed il flusso dei ricavi – attraverso cui si manifestano le risorse rigenerate –.
Definiamo tale ultima relazione grado di *economicità aziendale*.
In seconda analisi, la definizione dell'obiettivo-guida aziendale va più correttamente riferita al concetto di azienda prescelto, concetto che assume valore paradigmatico e che rappresenta, pertanto, un antecedente logico rispetto allo svolgimento della presente analisi.
In sintesi, è possibile distinguere un approccio "*oggettivista*", per il quale l'azienda può essere considerata uno "strumento" attraverso il quale un soggetto economico distinto, riconducibile ad una o più persone fisiche, persegue i propri obiettivi (soddisfa i propri bisogni per dirla con Zappa), da un approccio "*soggettivista*", per il quale l'azienda stessa è considerata artefice del sistema di obiettivi da raggiungere, è dotata di una propria "personalità" e possiede una capacità di "autorigenerazione".
L'approccio "oggettivista", a sua volta, va ulteriormente distinto a seconda che il *soggetto economico* si consideri coincidente con la proprietà – teoria *istituzionalista* – ovvero rappresenti un aggregato composito, aperto e mutevole di stakeholders dominanti che, nel tempo, riescono ad imprimere la propria direzione riuscendo a condizionare il sistema di obiettivi aziendali – teoria *contrattualista* –.
I diversi approcci brevemente esposti possiedono valore discriminante rispetto al concetto di economicità.
Può dirsi, infatti, che l'azienda svolge un processo di trasformazione economica genericamente teso a creare valore.
In relazione, poi, ai tre approcci presentati, l'ottimizzazione di tale processo – tensione alla economicità – può tradursi alternativamente in uno dei seguenti obiettivi:

- economicità intesa come massimizzazione del valore per la proprietà, dunque del cosiddetto "reddito" (teoria istituzionalista);

- economicità intesa come massimizzazione del valore per tutti i soggetti coinvolti nel soggetto economico composito, dunque massimizzazione del cosiddetto "valore aggiunto" ed ottimizzazione della sua distribuzione (teoria contrattualista);
- economicità intesa come massimizzazione del valore economico del capitale aziendale (crescita), ossia autorigenerazione dei valori (teoria soggettivista).

Tale classificazione, che esalta il relativismo culturale di fondo, conduce anche ad una diversa definizione delle risorse che possono considerarsi "interne" al processo di trasformazione, in quanto apportate dal soggetto aziendale, da remunerare con il margine realizzato, rispetto a quelle da considerarsi "esterne" perché acquisite da terze economie, remunerate attraverso il sostenimento dei costi di acquisizione (si osservi che i ricavi sono costantemente definiti come i valori riconosciuti agli output prodotti dai mercati di sbocco – *valori percepiti* –).
Nella *teoria istituzionalista*, possono essere considerate "interne" rispetto ad un soggetto economico univocamente definito, le sole risorse riconducibili al capitale di rischio conferito dalla proprietà, remunerato attraverso il dividendo (parte distribuita del reddito prodotto) ed il *capital gain* (differenza tra capitale conferito e capitale restituito, ossia tra prezzo di acquisto e di vendita della partecipazione); i costi di acquisizione vengono di conseguenza riferiti a tutte le altre risorse, considerate "esterne".
Nella *teoria contrattualista*, a fronte di un soggetto economico composito, possono considerarsi "interne" tutte le risorse apportate dai distinti membri del soggetto medesimo.
In assenza di uno schema universalmente valido, in tale classe di risorse si possono far rientrare, con una estensione che varia in funzione della "forza contrattuale" degli stakeholders coinvolti, oltre che il capitale di rischio (in tutto o in parte) (remunerato con i dividendi ed il capital gain), il capitale di prestito conferito da terzi finanziatori (remunerato con gli interessi passivi), il lavoro prestato da collaboratori interni e/o esterni (remunerato con salari, stipendi, premi, *stock options*,[1] parcelle, emolumenti vari), fino a ricomprendere, nelle configurazioni più estese, le condizioni ambientali nel cui contesto l'azienda opera (remunerate con contribuzioni di vario tipo).
Seguendo l'impostazione "*soggettivista*", tutte le risorse impiegate devono essere considerate "esterne" rispetto all'azienda, la cui efficacia[2] gestionale viene premiata attraverso l'autorigenerazione delle risorse e la crescita dimensionale che ne consegue.
La figura 1 sintetizza le osservazioni appena esposte.

[1] Si tratta di una forma di remunerazione – e di incentivazione – che consiste nel diritto di opzione per l'acquisto di un dato numero di azioni della stessa società ad un prezzo prestabilito, da esercitare entro un lasso di tempo anch'esso prestabilito. La remunerazione sarà, pertanto, rappresentata dalla differenza (se positiva) tra il valore corrente delle azioni al momento dell'esercizio dell'opzione ed il prezzo di esercizio (chiaramente l'operazione svolge una funzione di incentivazione alla creazione di valore per gli azionisti).
[2] Per efficacia deve intendersi il grado di raggiungimento degli obiettivi aziendali:

efficacia = dati effettivi / dati obiettivo

Figura 1 – Paradigmi aziendali e derivazioni logiche

Concetto di azienda		obiettivo	Fattori interni (da remunerare con il margine realizzato)	Fattori esterni (purché utili e complementari) → costi	Remunerazione degli investimenti	Oggetto di rilevazione
Azienda "oggetto"	Soggetto economico = proprietà	Max valore x la proprietà	Capitale conferito dalla proprietà	Capitale conferito da terzi finanziatori Materie ed impianti Servizi Lavoro	Dividendo (= parte dell'utile)	Reddito
	Soggetto economico composito	Max valore x tutti i soggetti coinvolti	Capitale conferito • dalla proprietà • da terzi finanziatori Lavoro	Materie ed impianti Servizi	Dividendo (= parte dell'utile) Interessi passivi Retribuzioni Contribuzioni	Valore aggiunto
Azienda "soggetto"		Max valore economico → crescita	nessuno	Capitale acquisito: • a titolo di propr. • a titolo di prest. Materie ed impianti Servizi Lavoro	Autorigenerazione (autofinanziamento)	Valori autogenerati

A prescindere dal paradigma prescelto, l'azienda è il luogo ideale in cui realizzare un processo di trasformazione economica che abbia l'obiettivo di massimizzare la distanza tra il valore riconosciuto agli input acquistati sui mercati di approvvigionamento e il valore degli output *percepito* dai mercati di sbocco.

L'azienda è tesa a generare, dunque, un "maggior valore" che potrà essere successivamente messo a disposizione del soggetto aziendale per il soddisfacimento dei suoi più disparati bisogni (approccio oggettivista) ovvero accrescere il valore economico del capitale (approccio soggettivista).

L'economicità è al tempo stesso un obiettivo comune a tutte le aziende, in quanto connaturata alla loro stessa istituzione, e un vincolo di funzionalità delle medesime, la cui negazione ne pregiudicherebbe la sussistenza (non si dovrebbe mai giustificare l'esistenza di un'azienda quando questa non tenda alla ottimizzazione del processo di trasformazione economica) ed impedirebbe, conseguentemente, il raggiungimento di finalità specifiche.

La gestione è definita dal *susseguirsi di processi aziendali di trasformazione composti da classi di operazioni economiche teleologicamente ordinate*:

- economiche, in quanto frutto di scelte tra diverse alternative di impiego delle risorse;
- teleologicamente ordinate, in quanto le interrelazioni tra le operazioni possono essere spiegate solo in funzione dell'obiettivo che le accomuna: il grado di economicità aziendale.

Con un gioco di aggregazioni successive, le *operazioni economiche* (raggruppamenti significativi di *azioni elementari*) vengono riunite in *cicli produttivi*, ognuno dei quali può essere definito come "uno schema di svolgimento atto a ripetersi"; il reiterarsi di cicli produttivi omogenei nella specie e nell'oggetto dà luogo ad un *processo produttivo*; l'aggregazione di processi produttivi considerati nei reciproci vincoli di complementarità e di interdipendenza dà origine alla unitaria *gestione aziendale*.

Lo studio della gestione verrà dunque sviluppato in funzione dell'obiettivo che con essa si vuole raggiungere e si avvarrà di strumenti di misurazione, in assenza della quale è preclusa qualsiasi forma di razionalizzazione.
La tensione del comportamento aziendale verso l'economicità richiede, infatti, consapevolezza.

2. L'economicità aziendale

Il processo di trasformazione che viene espletato dalle aziende è economicamente giustificato quando il valore totale delle utilità attribuito ai fattori acquisiti sia inferiore al valore complessivo delle utilità riconosciute ai prodotti e ai servizi ottenuti.

Il grado di utilità dei beni economici, siano essi fattori o prodotti, non è astrattamente ed univocamente misurabile; ciò nonostante, trova elementi di definizione nel "sacrificio" che, per esso, gli operatori sono disposti a sostenere.
Tale sacrificio, in un'economia monetaria, è espresso dai prezzi-costo dei fattori e dai prezzi-ricavo dei prodotti.

L'azienda si trova in condizioni di *economicità soddisfacente* quando realizza un'adeguata correlazione tra flusso dei costi e flusso dei ricavi:

$$Economicità = \frac{Flusso\ dei\ ricavi}{Flusso\ dei\ costi}$$

Tale condizione viene tradizionalmente riferita, in termini differenziali, alla dinamica della seguente equazione:

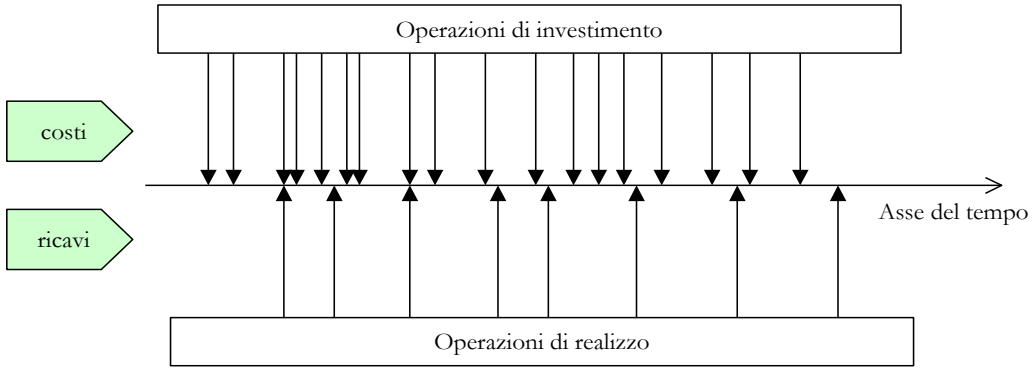
$$\Sigma Costi + \alpha = \Sigma Ricavi$$

dove α, margine di economicità, rappresenta, a seconda della configurazione di costo da contrapporre ai ricavi, il *reddito*, il *valore aggiunto* ovvero il *valore autogenerato*.
Al fine di semplificare la presentazione, la trattazione che segue farà riferimento esclusivamente al reddito prodotto dalla gestione.

L'attributo "soddisfacente" indica la necessità di riferire il giudizio sulla congruità di ad uno o più soggetti, o meglio alle loro aspettative, il cui punto di vista può essere sintetizzato in quello del soggetto economico dominante.
Il grado di economicità, inoltre, non può essere valutato in termini assoluti ma deve essere correttamente riferito, per consentire l'espressione di un giudizio di valore, ai diversi parametri che qualificano gli investimenti ed i realizzi (entità, rischio e distanza temporale delle manifestazioni monetarie in entrata e in uscita).

Pertanto, il raggiungimento di un soddisfacente livello di economicità presuppone che la correlazione tra il flusso dei costi ed il flusso dei ricavi sia *"adeguata" rispetto alle aspettative del soggetto economico, date le condizioni che qualificano gli investimenti e i realizzi aziendali*.
Il reddito è la risultante del confronto tra due flussi economici di segno opposto; a seconda del prevalere dell'uno sull'altro, può avere un segno positivo ovvero negativo, configurandosi rispettivamente un utile o una perdita.[3]
La manifestazione del reddito richiede la considerazione del fattore "tempo", nel corso del quale si avvicendano flussi economici contrapposti (per una prima rappresentazione grafica si veda la figura 2).

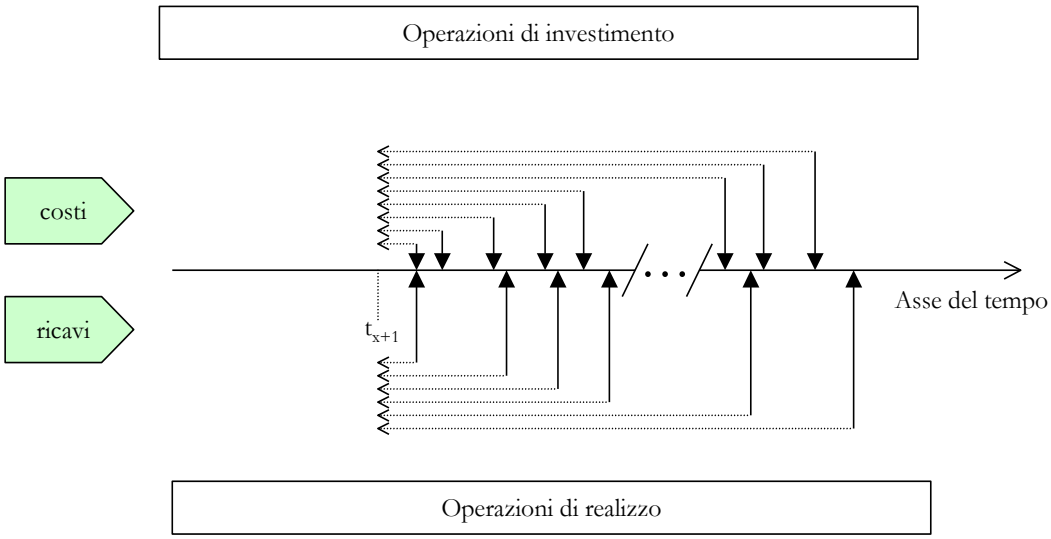
Figura 2 – Una prima rappresentazione del concetto di reddito



In una visione "reddito-centrica" è possibile definire il concetto di capitale, visto in un rapporto di derivazione che trova nel primo la causa, nel secondo l'effetto, tanto che può dirsi "*il reddito genera il capitale*".
Con riferimento a ciascun istante della vita aziendale, infatti, il valore economico del capitale (o capitale economico) è il risultato della attualizzazione[4] di tutto il flusso reddituale prospettico che si ritiene l'impresa potrà realizzare da quel momento in poi, sia per effetto di investimenti già realizzati e in quel dato istante in attesa di essere rigenerati, sia per effetto di nuovi investimenti che verranno effettuati in periodi futuri (per una rappresentazione grafica si veda la figura 3).

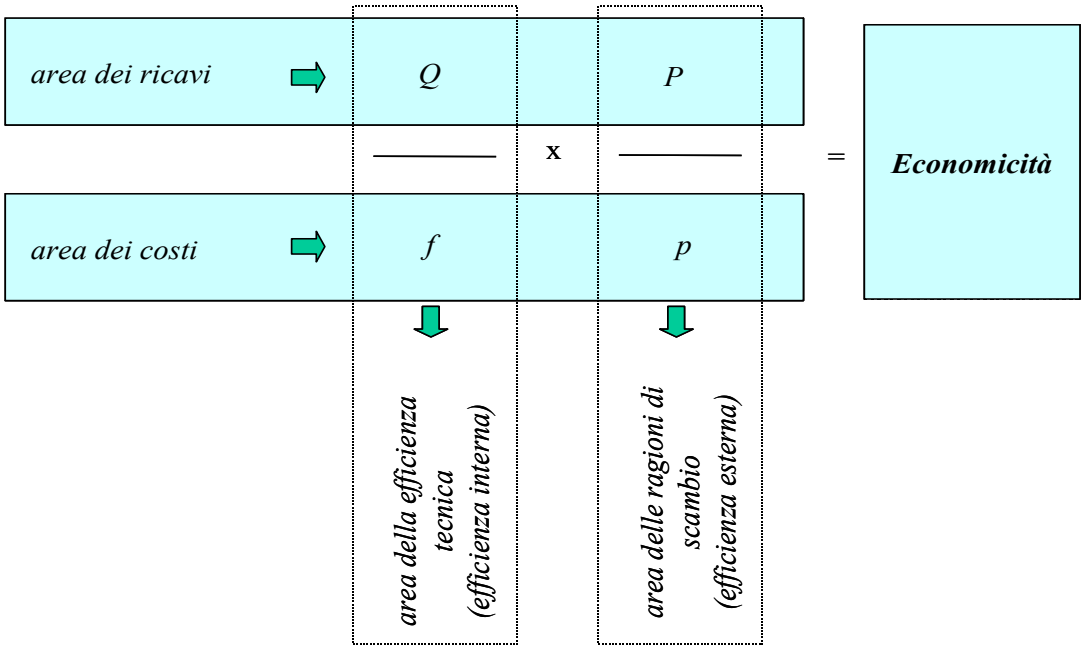
[3] Non si deve confondere il concetto di utile con quello di profitto. Quest'ultimo può essere considerato come quella parte dell'utile che residua dopo aver remunerato, oltre a tutti i fattori produttivi che hanno comportato l'effettivo sostenimento di costi (costi misurati da un esborso finanziario), anche quei fattori i cui costi sono stati sostenuti dal solo punto di vista economico (senza esborso finanziario). Si tratta dei cosiddetti costi opportunità, rintracciabili, ad esempio, nel salario direzionale e negli interessi di computo. Per tale ragione si afferma che il profitto rappresenta il surplus che va a remunerare il rischio affrontato dai detentori del capitale di proprietà.
[4] Premettendo, infatti, che il denaro ha un diverso valore economico a seconda del momento in cui si rende disponibile, è necessario attualizzare il flusso reddituale attraverso l'impiego di un tasso predeterminato e per il tempo che separa il momento futuro dell'entrata o dell'uscita dal momento attuale della valutazione.

Figura 3 – Una rappresentazione grafica del concetto di capitale economico



Lo studio del subsistema gestionale è finalizzato alla individuazione delle cause agenti sulla economicità e alla successiva analisi delle relazioni causali individuate.
Seguendo diversi punti di osservazione ed applicando il metodo di analisi per scomposizione, è possibile individuare diverse determinanti che agiscono sul livello di economicità ed è possibile approfondirne la conoscenza – benché non sia proponibile un loro isolamento - attraverso la "messa a fuoco" sui singoli elementi e sulle relazioni che permangono a differenziare il sistema rispetto alla somma delle parti.
Sotto un primo angolo di osservazione, è utile scomporre l'economicità in un livello di efficienza interna (o tecnica), che induce allo studio della "funzione di produzione", e in un livello di efficienza esterna riferita all'area delle ragioni di scambio attraverso le quali vengono valorizzate le utilità acquisite (prezzi-costo degli input) e le utilità cedute (prezzi-ricavo degli output).
La figura 4 fornisce una rappresentazione grafica di tale prima scomposizione.

Figura 4 – Una prima scomposizione della economicità aziendale: efficienza interna ed efficienza esterna



dove:
P indica i prezzi-ricavo;
p indica i prezzi-costo;
Q indica le quantità fisiche degli output ceduti;
f indica le quantità fisiche degli input acquisiti.

Efficienza interna ed esterna sono condizioni, dunque, entrambe necessarie ma da sole non sufficienti affinché si raggiunga un soddisfacente grado di economicità e sono definite dalle seguenti relazioni:

$$\textit{Efficienza interna} = \frac{Q}{f}$$

$$\textit{Efficienza esterna} = \frac{P}{p}$$

Il livello di efficienza interna può essere riferito – a parità di altre condizioni (relative ad esempio ai livelli qualitativi degli input e degli output) – a singoli input (obiettivo di massimizzazione del volume di output ottenibile con una data quantità dell'input considerato) ovvero a singoli output (obiettivo di minimizzazione del volume di input impiegati per ottenere una data quantità di output).
Secondo un diverso angolo di osservazione, il livello di economicità può essere scomposto attraverso la determinazione di costi e ricavi riferiti ad oggetti circoscritti (determinazioni analitiche) piuttosto che all'intera gestione aziendale (determinazioni di sintesi).

È chiaro che, date le proprietà sistemiche, la scomposizione della gestione aziendale contrasta con un imprescindibile vincolo di unitarietà. È pur vero che, purché sia posta enfasi sulle relazioni, come è già stato evidenziato, l'analisi degli elementi di cui il sistema si compone (scomposizione) è compatibile con l'approccio sistemico.
Tali oggetti parziali possono essere a loro volta variamente definiti. Così le determinazioni analitiche sono generalmente riferite a classi di operazioni componenti l'unitaria gestione aziendale e/o ai singoli output del processo tecnico di trasformazione.
Nel primo caso, la classificazione delle operazioni aziendali in gruppi omogenei consente di riferire gli effetti prodotti sulla economicità aziendale alle singole attività poste in essere (o meglio a loro aggregati).
Le operazioni aziendali, infatti, possono essere classificate in gruppi omogenei rispetto al loro fine – le aree gestionali – ed è possibile "codificare" gli effetti da queste prodotti attraverso un sistema di rilevazione.
Le aree gestionali, che "esauriscono" il sistema delle operazioni aziendali, sono le seguenti:

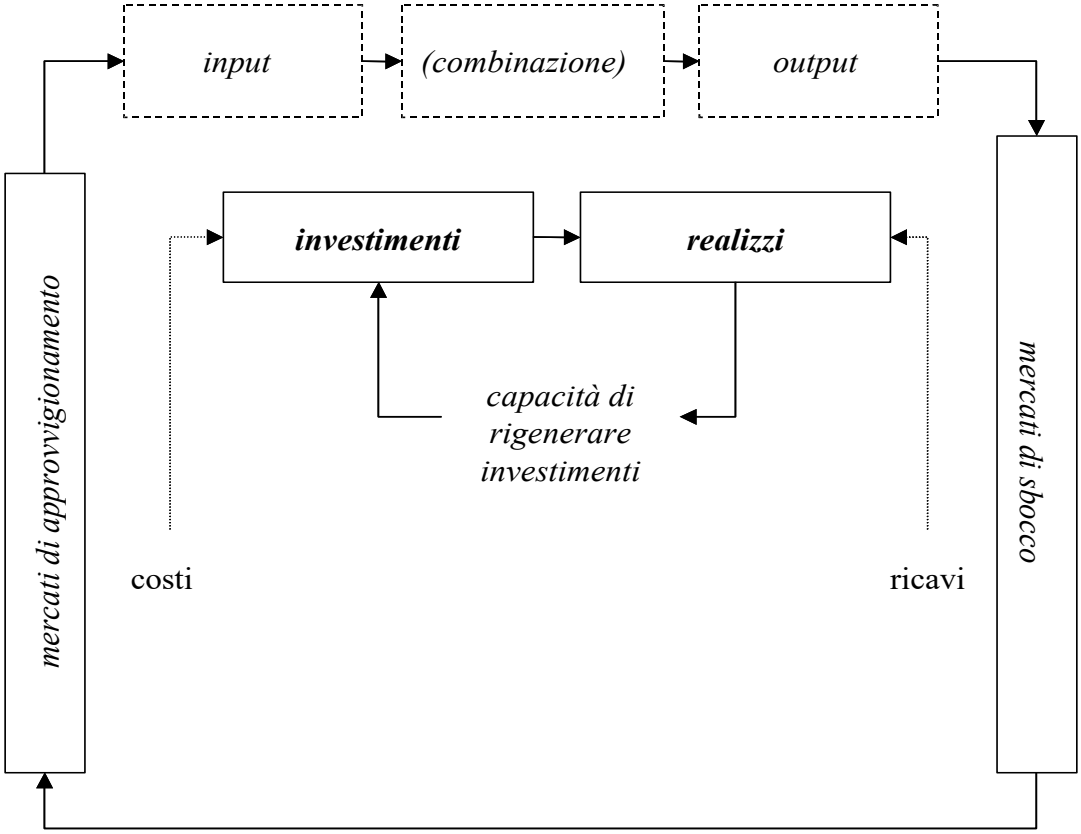
1) la gestione economica, comprendente tutte le operazioni inquadrabili nel modello investimenti-realizzi; ossia tutte quelle operazioni tese a massimizzare la distanza tra i valori acquisiti e i valori ceduti al fine di creare il maggior valore aggiunto da mettere a disposizione del soggetto economico (azienda-oggetto) ovvero il maggior valore autogenerato da reinvestire in nuovi processi di investimento (azienda-soggetto) (si veda la figura 5); nell'ambito della gestione economica è possibile distinguere le seguenti sottoclassi di attività:
    a. *attività caratteristiche* (o tipiche od operative), legate allo svolgimento del processo tecnico-produttivo prescelto dall'azienda (gestione economia tipica o caratteristica):
        i. operazioni di investimento delle risorse finanziarie in fattori specifici della produzione (con sostenimento di costi);
        ii. operazioni di combinazione e trasformazione dei fattori ed ottenimento di prodotti finiti e/o servizi;
        iii. operazioni di realizzo attraverso la vendita dei prodotti e/o servizi (con conseguimento di ricavi);
    b. *attività accessorie* (o patrimoniali), necessarie a garantire un impiego remunerativo alle risorse finanziarie eventualmente e temporaneamente eccedenti rispetto alle necessità della gestione tipica (e di quella finanziaria) (gestione economica accessoria);
    c. *attività straordinarie*, estranee al "normale" funzionamento aziendale, inquadrabili in una classe residuale che garantisce l'esaustività del modello (gestione economica straordinaria);

2) la gestione finanziaria, volta a dare copertura al fabbisogno finanziario generato dalla gestione economica;

3) la gestione monetaria (o di tesoreria), volta alla corretta sincronizzazione tra entrate ed uscite monetarie generate dalle precedenti gestioni. Si tratta di una gestione

trasversale rispetto a tutte le altre cui non è associabile alcun risultato economico diretto.[5]

Figura 5 – Il modello investimenti-realizzi



3. La scomposizione della gestione aziendale in classi di operazioni omogenee: la gestione economica

3.1. La gestione economica caratteristica

La gestione economica caratteristica (o tipica) è la fonte principale del grado di economicità aziendale, essendo la sola a poter garantire stabilità ai flussi economici.[6]

[5] Come si vedrà, infatti, alle altre aree gestionali verranno associati risultati economici parziali che, insieme, comporranno il risultato economico complessivo aziendale.

[6] Qualora l'azienda facesse continuamente ricorso ad operazioni accessorie, ovvero straordinarie, per raggiungere condizioni di economicità soddisfacenti, le stesse non potrebbero più definirsi né accessorie né straordinarie.

Per tale ragione, il quoziente di economicità (*Econ*) può essere riferito ai soli costi e ricavi tipici:[7]

$$Econ = \frac{Rc}{Cc}$$

dove:

Rc = ricavi della gestione caratteristica;

Cc = costi della gestione caratteristica.

Tale relazione può essere riespressa – con un significato del tutto analogo – nel seguente modo:

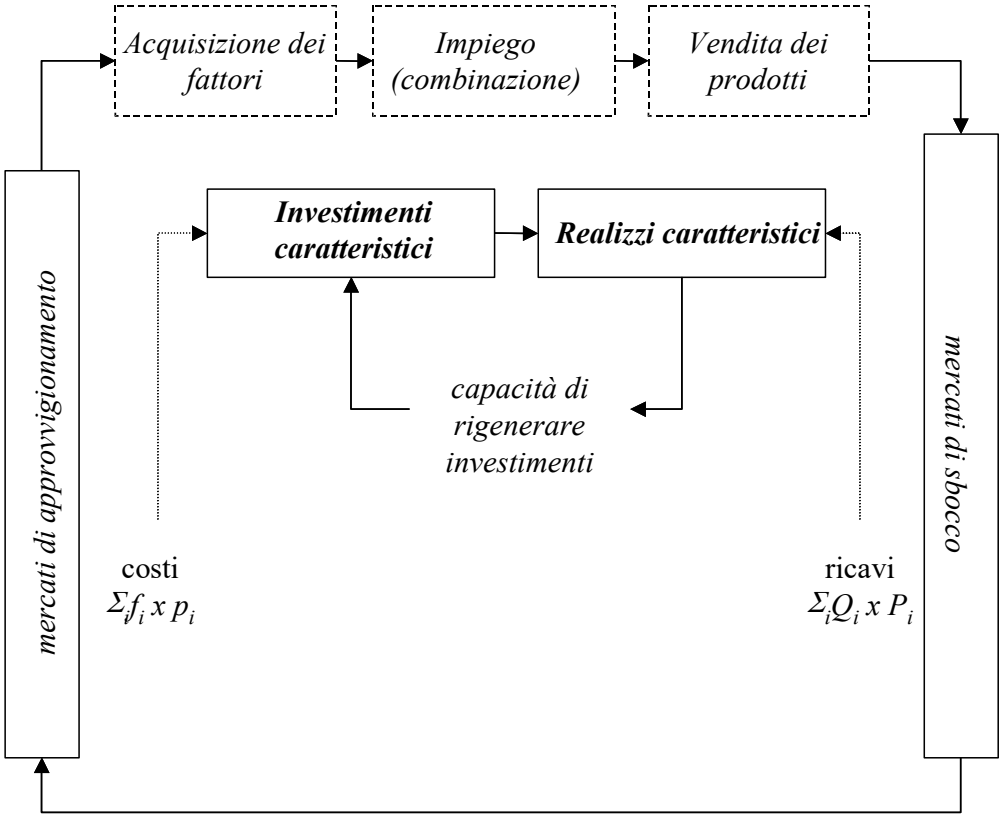
$$Econ = \frac{Cc}{Rc}$$

Come illustra la figura 6, costi e ricavi tipici misurano rispettivamente investimenti e realizzi caratteristici.

[7] Si osservi che, in termini differenziali, la relazione esprime il cosiddetto reddito operativo:

$$Ro = Rc - Cc$$

Figura 6 – Il modello investimenti-realizzi riferito alla gestione caratteristica



dove:

f_i indica la quantità di fattori produttivi acquisiti;

p_i indica i prezzi-costo dei fattori;

Q_i indica la quantità di prodotti venduti;

P_i indica i prezzi-ricavo dei prodotti.

Sebbene la sequenza logica che sovrintende il modello investimenti-realizzi e con esso il ciclo della produzione aziendale di norma prenda avvio con il sostenimento dei costi per concludersi (temporaneamente) con il conseguimento dei ricavi, non può escludersi il caso di inversione della sequenza temporale con conseguimento dei ricavi che precede il sostenimento dei costi.[8] È evidente che in tali casi i ricavi conseguiti in via anticipata vengono immediatamente a finanziare il ciclo della produzione di cui fanno parte e non, come nel caso generale, i cicli successivi.

Considerando che i costi caratteristici (Cc) sono dati dalla somma algebrica delle seguenti classi di costo:

[8] È il caso ad esempio delle imprese che lavorano "su commessa" (o "su ordinazione") le quali avviano il processo produttivo con l'acquisizione dei fattori solo dopo aver collocato il prodotto (futuro) sul mercato; in tali casi solitamente le imprese richiedono all'acquirente di impegnarsi pagando anticipatamente in tutto o in parte il prezzo di vendita. È ancora tipicamente il caso delle imprese di assicurazione che richiedono ai propri clienti il pagamento del premio assicurativo in via anticipata rispetto all'eventuale verificarsi del sinistro.

- costo del prodotto venduto (Cpv);
- costi commerciali e di distribuzione (Cc&d);
- costi generali e amministrativi (Cg&a);
- costi di ricerca e sviluppo (Cr&s);

è possibile ricavare una prima classe di indicatori di economicità rapportando tali singole classi di costo ai ricavi tipici:

$$\frac{Cpv}{Rc} + \frac{Cc\&d}{Rc} + \frac{Cg\&a}{Rc} + \frac{Cr\&s}{Rc} = \frac{Cc}{Rc}$$

Considerando poi che il costo del prodotto venduto è, a sua volta, il risultato della somma algebrica delle seguenti ulteriori componenti di costo:

- costo delle materie (Cm);
- costo del lavoro tecnico (Cl_t);
- costo degli ammortamenti tecnici (Ca_t);
- costo dei servizi tecnici (Cs_t);

è possibile scomporre ulteriormente il primo indicatore di economicità nel seguente modo:

$$\frac{Cm}{Rc} + \frac{Cl_t}{Rc} + \frac{Ca_t}{Rc} + \frac{Cs_t}{Rc} = \frac{Cpv}{Rc}$$

Infine, è possibile considerare – con un significato del tutto analogo all'indicatore di economicità già individuato, in quanto di valore speculare – il complemento ad 1 della relazione Ct/Rt:

$$Econ = 1 - \frac{Cc}{Rc}$$

È possibile riscrivere l'equazione nella seguente forma:

$$Econ = \frac{Rc - Cc}{Rc}$$

e ancora:

$$Econ = \frac{Ro}{Rc}$$

Dove Ro indica il reddito operativo (o risultato della gestione caratteristica) (nella prassi internazionale il Ro è anche chiamato EBIT, Earnings Before Interest and Taxes) .
Tale indicatore di economicità esprime l'incidenza del reddito operativo sui ricavi tipici (relazione di una parte al tutto); si parla, pertanto, di redditività delle vendite (*Return On Sales* – ROS):

$$ROS = \frac{Ro}{Rc}$$

I fattori produttivi specifici, con i quali prende avvio il processo produttivo, sono beni materiali ovvero risorse immateriali che possiedono i seguenti requisiti:

- grado di *utilità* rispetto al processo produttivo che devono servire;
- grado di *complementarità* rispetto alle altre risorse impiegate nel processo produttivo.

In assenza di tali requisiti, la risorsa acquisita non entra a far parte della combinazione produttiva e si pone al di fuori della gestione caratteristica per rientrare in quella accessoria.

3.2. La gestione economica accessoria

La gestione economica accessoria, come detto, si occupa dell'impiego economico (investimento) di quelle risorse finanziarie che risultano temporaneamente eccedenti rispetto alle esigenze della gestione tipica (investimenti caratteristici) e della gestione finanziaria (rimborso di debiti e pagamento degli oneri connessi) e che non possono essere facilmente o economicamente ridotte restituendo parte dei mezzi finanziari esterni precedentemente acquisiti.
La disponibilità di risorse finanziarie non assorbibili nell'immediato dalla gestione caratteristica può indurre l'azienda a cercarne un impiego remunerativo al di fuori del proprio processo produttivo tipico, attraverso investimenti che abbiano le seguenti caratteristiche:

- siano facilmente smobilizzabili (ossia di facile realizzo);
- presentino un soddisfacente livello di economicità.

Ne deriva che una prima condizione di funzionalità aziendale nella gestione accessoria è rappresentata dalla capacità di rendere minime le giacenze di cassa:

$$\Sigma_i E_i - \Sigma_i U_i \rightarrow 0$$

Tali giacenze, infatti, solo apparentemente non producono effetti economici; a ben vedere si possono considerare due distinte classi di costi legati alle giacenze di cassa:

1. una classe di *costi effettivi* (cui corrisponde un'uscita di denaro) sostenuti in quanto, rappresentando anch'esse un impiego aziendale, le giacenze di cassa devono trovare copertura in finanziamenti mediamente onerosi;
2. una classe di *costi figurativi* (o costi opportunità) i quali, benché non siano misurati da uscite di denaro, da un punto di vista puramente economico, corrispondono alla remunerazione di forme alternative di investimento cui si rinuncia quando si tengono "ferme" le giacenze di cassa.

La presenza di risorse monetarie temporaneamente in eccesso denota, dunque, l'incapacità di effettuare investimenti remunerativi, pur se accessori rispetto alla gestione caratteristica.[9] Si può, inoltre, constatare che il ciclo delle operazioni che danno vita alla gestione accessoria, trattandosi di operazioni di investimento (seppure in attività extracaratteristiche) e di realizzo, è del tutto simile al ciclo della gestione tipica. Pertanto, la funzionalità aziendale in tale area gestionale deve essere valutata anche sulla base della seguente ulteriore condizione:

$$C_a + \alpha_a = R_a$$

dove:

C_a = costi relativi alla gestione accessoria;
R_a = ricavi relativi alla gestione accessoria;
α_a = risultato della gestione accessoria.

con α_a adeguato alle aspettative aziendali rispetto all'entità, al rischio, ai tempi di ritorno e ad altri parametri che qualificano gli investimenti accessori.

Una forma diffusa di impiego accessorio di risorse finanziarie consiste nella accensione di *crediti di finanziamento*. In tal caso le risorse monetarie eccedenti vengono date in prestito a terze economie nell'attesa di un vantaggio economico determinato alternativamente in uno dei seguenti modi:

a) in una prima prospettiva, avendo un investimento ed un realizzo, l'impatto economico può essere valutato come differenza tra il costo di accensione ed il ricavo di estinzione del prestito;
b) in una seconda prospettiva, isolando la componente puramente finanziaria che si compensa nei momenti della accensione e della estinzione, l'impatto economico può essere valutato attraverso la seguente somma algebrica:
    - interessi attivi (ricavi) determinati in funzione di un prezzo (saggio di interesse), della quantità scambiata (valore nominale del capitale dato in prestito) e del tempo durante il quale il soggetto finanziato potrà disporre delle somme

[9] Si osservi che se le risorse monetarie fossero addirittura *durevolmente in eccesso* la loro presenza non sarebbe assolutamente giustificata; sarebbe in tal caso opportuno procedere alla riduzione delle fonti tramite il rimborso di parte dei debiti di finanziamento e/o del capitale di proprietà.

erogate (distanza che separa il momento della accensione dal momento della estinzione);

- la differenza *eventuale* tra il *prezzo di emissione* (somma di denaro realmente erogata al momento della accensione) e il *valore nominale* del titolo in cui il credito è incorporato (somma che dovrà essere restituita alla scadenza sulla quale maturano gli interessi); nel caso in cui la differenza dovesse essere positiva (emissione sopra la pari), l'impatto economico sarà negativo, configurandosi un *disaggio di sottoscrizione*; viceversa, quando il prezzo di emissione dovesse essere inferiore rispetto al valore nominale (emissione sotto la pari), l'impatto economico sarà positivo, configurandosi un *aggio di sottoscrizione*.

Alternativamente, le risorse finanziarie in eccesso possono essere impiegate nell'acquisto di beni specifici dal cui utilizzo l'azienda riesca a conseguire un reddito soddisfacente.[10] In tali ipotesi, la sequenza logica delle operazioni è del tutto simile a quella esaminata nel caso della gestione economica caratteristica. Gli unici elementi di differenziazione sono, pertanto, rintracciabili nel carattere di accessorietà degli investimenti di cui qui si discute rispetto agli investimenti caratteristici, nella diversità degli scopi e nel diverso concorso al raggiungimento delle condizioni di equilibrio.

3.3. La gestione economica straordinaria[11]

Come è stato anticipato, la gestione economica straordinaria comprende tutte le operazioni estranee ai normali accadimenti aziendali.
Potendone derivare costi e ricavi, le operazioni straordinarie devono essere analizzate nella loro influenza sulle condizioni di economicità aziendale.
È possibile distinguere due classi principali di operazioni straordinarie:

1. modificazioni impreviste di attività e passività aziendali per ragioni estranee al processo investimenti-realizzi;
2. operazioni di realizzo, frutto di inconsuete scelte aziendali, consistenti nella vendita di fattori produttivi piuttosto che, come di regola, dei prodotti finiti che, con il concorso di quei fattori, potrebbero essere ottenuti.

Nel primo caso può verificarsi il sopravvenire (sopravvenienza) ovvero il venir meno (insussistenza) di elementi dell'attivo (rispettivamente *sopravvenienze attive* – ricavi – e *insussistenze passive* – costi –) o del passivo (rispettivamente *sopravvenienze passive* – costi – e *insussistenze attive* – ricavi –).

[10] È il caso, ad esempio, dell'impresa industriale che acquista un immobile da dare in locazione o – a fini speculativi – da rivendere non appena le condizioni di mercato consentano un congruo guadagno. È ancora il caso dell'acquisto – sempre a fini speculativi – di partecipazioni in altre imprese.
[11] Ci si riferisce a minusvalenze sulla alienazione di fattori produttivi, sopravvenienze ed insussistenze passive, per quanto concerne i costi, a plusvalenze sulla alienazione di fattori produttivi, sopravvenienze ed insussistenze attive, relativamente ai ricavi.

Nel secondo caso, l'impatto sul grado di economicità aziendale è dato dalla differenza tra il prezzo di cessione del fattore produttivo e quella parte del costo sostenuto per quel medesimo fattore che in quel momento è ancora in attesa di realizzo. Qualora la differenza dovesse essere positiva si configurerebbe una *plusvalenza da realizzo* (ricavo), in caso opposto si una *minusvalenza da realizzo* (costo).

Nella prassi internazionale non si distingue tra gestione ordinaria e straordinaria, così come non si distingue tra gestione accessoria e caratteristica.

4. La scomposizione della gestione aziendale in classi di operazioni omogenee (segue): la gestione finanziaria

L'analisi per "scomposizione e messa a fuoco" del subsistema gestionale continua con lo studio della gestione finanziaria, gestione cronologicamente preordinata al fronteggiamento degli investimenti con cui l'impresa dà avvio alla propria attività.
Infatti, dopo aver valutato problemi di ordine organizzativo legati alla sua istituzione, l'impresa esprime un fabbisogno finanziario derivante dal complesso degli investimenti che dovrà affrontare nel corso della sua attività.
I problemi da affrontare sono di ordine quantitativo e di ordine qualitativo.
Da un punto di vista quantitativo, l'azienda esprime un fabbisogno finanziario lordo (FFL) dato, in prima approssimazione, dalla sommatoria delle uscite monetarie legate agli investimenti da effettuare in un intervallo di tempo considerato:

$$FFLt_0\text{-}t_n = U_1 + U_2 + U_3 + \ldots + U_n$$

ossia:

$$FFLt_0\text{-}t_n = \Sigma_i\, U_i$$

dove $\Sigma_i\, U_i$ indica la sommatoria delle uscite nell'intervallo temporale t_0-t_n.

Per far fronte al fabbisogno finanziario lordo legato alle uscite monetarie, l'azienda deve chiaramente procurarsi delle entrate monetarie. Le entrate possono avere origine interna o esterna. Le prime corrispondono alle risorse monetarie endogenamente rigenerate attraverso i ricavi di vendita per le quali, generalmente, occorre attendere il completamento dei processi investimento-realizzo;[12] le seconde provengono da capitali conferiti a titolo di proprietà (capitali propri) e a titolo di prestito (debiti di finanziamento).
Depurando il fabbisogno finanziario lordo delle risorse monetarie endogenamente rigenerate, si passa al concetto – più utile ai nostri scopi – di fabbisogno finanziario netto (FFN):

$$FFNt_n = FFLt_0\text{-}t_n - Ee_1 - Ee_2 - Ee_3 \ldots - Ee_n$$

[12] Nell'ipotesi in cui il ciclo della produzione abbia inizio con il conseguimento dei ricavi, una parte delle risorse finanziarie occorrenti viene generata prima ancora dell'inizio delle operazioni di gestione.

$$FFNt_n = FFLt_0\text{-}t_n - \Sigma_i\, Ee_i$$

dove:
Ee = entrate di origine endogena.

Nel lungo periodo, vista la irrilevanza delle forme sostitutive del denaro (debiti e crediti di funzionamento), la relazione può essere riferita all'aspetto economico della gestione, ossia alla sommatoria dei costi sostenuti e dei ricavi conseguiti nel periodo preso in esame:

$$FFL\ t_0\text{-}t_n = \Sigma_i\, C_i\ = \Sigma_i f_i\, p_i$$

$$FFN\ t_0\text{-}t_n = \Sigma_i\, C_i - \Sigma_i\, R_i\ = \Sigma_i f_i\, p_i - \Sigma_i\, Q_i\, P_i$$

dove:
f_i indica le quantità di fattori produttivi acquistati;
p_i indica i prezzi-costo dei fattori;
Q_i indica le quantità di prodotti venduti;
P_i indica i prezzi-ricavo dei prodotti.

In altri termini, considerando l'aspetto economico della gestione, il fabbisogno finanziario netto è dato dalla sommatoria di tutti gli investimenti già effettuati in attesa di realizzo nel momento di riferimento.
Mentre il fabbisogno finanziario lordo va riferito ad un intervallo temporale, essendo espressione di una accumulazione di investimenti successivi, il fabbisogno finanziario netto è un concetto da riferire ad un dato istante.
Più in particolare è possibile individuare tre livelli del fabbisogno finanziario netto.[13]
Per fabbisogno finanziario netto di <u>primo livello</u> si intende l'ammontare degli impieghi economici – investimenti in senso stretto – che, in un dato istante, sono in attesa di essere realizzati (si veda la figura 7):

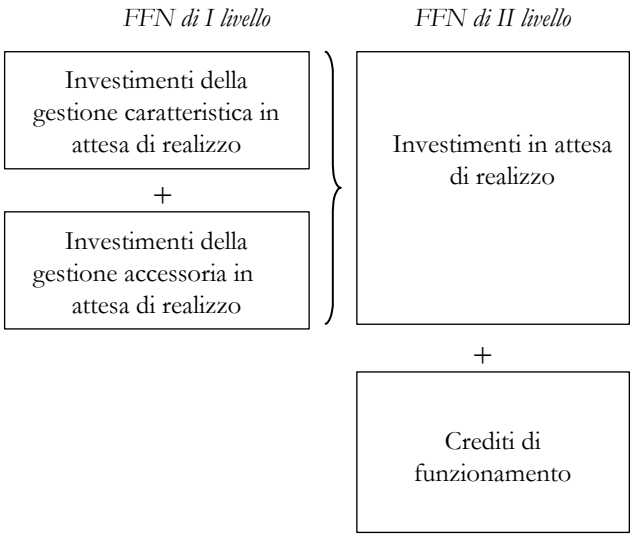
1) costi per acquisto di fattori produttivi a fecondità semplice ancora presenti nei cicli produttivi aziendali (a prescindere dallo stato di lavorazione del prodotto cui partecipano):
   a) giacenti nel magazzino materie prime e sussidiarie;
   b) componenti prodotti in corso di lavorazione;
   c) confluiti in prodotti finiti e semilavorati non ancora venduti (e consegnati);
2) valore residuo dei fattori a fecondità ripetuta:
3) "costo di accensione" dei prestiti concessi a terzi non ancora estinti e costo di acquisto di partecipazioni e altri valori mobiliari presenti in portafoglio.

[13] Cfr. PAOLONE G.-D'AMICO L.-PALUMBO R., *Le analisi di bilancio*, cit., p. 31 e segg.

Figura 7 – Il fabbisogno finanziario netto di I livello

Il fabbisogno finanziario netto di <u>secondo livello</u> è riferito all'ammontare degli investimenti anzidetti e dei crediti di funzionamento in attesa di essere "incassati". Si può parlare, pertanto, di complesso di impieghi in attesa di "rigenerazione monetaria" (si veda la figura 8).

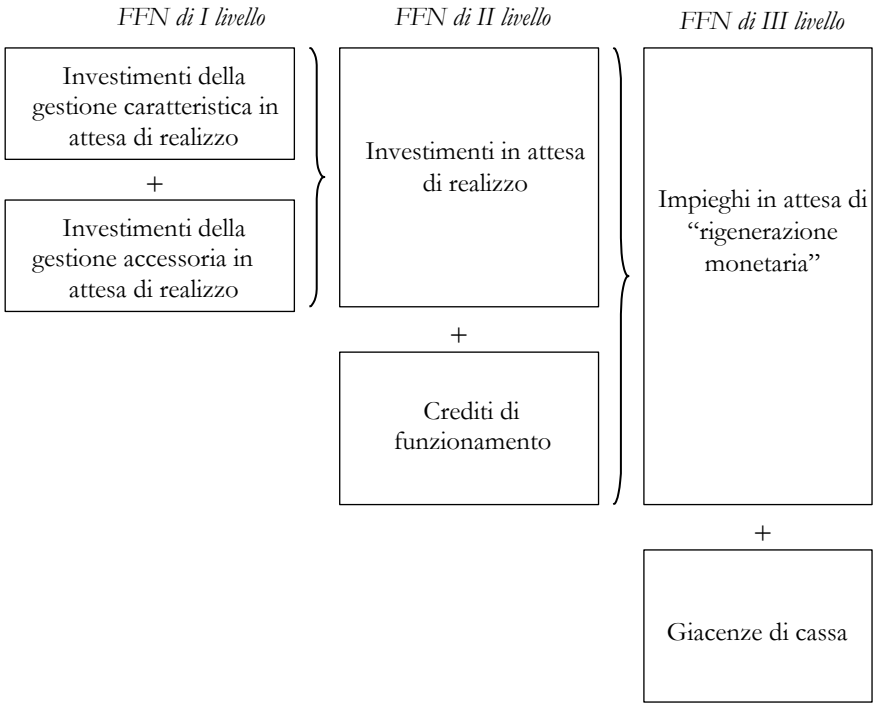
Figura 8 – Il fabbisogno finanziario netto di I e II livello



Il divario tra fabbisogno finanziario netto di primo e secondo livello, dunque, evidenzia come l'incapacità di "monetizzare" i crediti vantati nei confronti della clientela sia un fattore che accresce il fabbisogno finanziario.
Il fabbisogno finanziario netto di <u>terzo livello</u> corrisponde a tutti i mezzi finanziari che devono dare copertura all'ammontare degli impieghi in attesa di rigenerazione monetaria (FFN di II livello) e delle giacenze di cassa in essere nel dato istante.

In presenza di una efficace gestione accessoria, il divario tra il FFN di II e di III livello dovrebbe risultare non rilevante.

Figura 9 – il fabbisogno finanziario netto di I, II e III livello



Definiamo la velocità di endofinanziamento (Ve) in funzione del tempo necessario affinché le risorse monetarie immesse nel circuito della produzione vengano rigenerate attraverso i ricavi di vendita, misurandola attraverso il seguente quoziente:

$$Ve = \frac{FFL\ t_0\text{-}t_n}{FFN\ t_n}$$

Si ribadisce, dunque, che i ricavi di vendita corrispondono ad un flusso di mezzi finanziari endogenamente rigenerati dalla gestione. Si dice, pertanto, che i ricavi di vendita costituiscono "*autofinanziamento in senso lato*".
Nell'ambito dell'autofinanziamento in senso lato, considerando il diverso tempo di recupero dei fattori a fecondità semplice e dei fattori a fecondità ripetuta, può considerarsi la forma di finanziamento legata al reintegro degli investimenti della seconda specie. Infatti, una parte dei mezzi monetari ottenuti attraverso la trasformazione parziale dei fattori a fecondità ripetuta, ossia attraverso la vendita dei prodotti ottenuti anche con il concorso di tali fattori, risulta disponibile fino a quando questi, avendo esaurito la propria utilità nel processo produttivo, dovranno essere sostituiti con nuovi fattori a fecondità ripetuta (con conseguente esborso finanziario).
Con il termine "*autofinanziamento in senso stretto*" ci si riferisce, invece, al finanziamento di origine interna prodotto dai soli utili fintanto che non vengono distribuiti.

Ai diversi livelli del FFN corrispondono naturalmente diverse definizioni di velocità di endofinanziamento:[14]

$$\text{FFN I livello} = \quad \text{Iar} \quad \rightarrow \text{Ve I livello} = \frac{\text{FFL } t_0\text{-}t_n}{\text{Iar } t_n}$$

$$\text{FFN II livello} = \quad \text{Iar + Cfu} \quad \rightarrow \text{Ve II livello} = \frac{\text{FFL } t_0\text{-}t_n}{\text{Iar } t_n + \text{Cfu } t_n}$$

$$\text{FFN III livello} = \text{Iar + Cfu+ Li}$$

dove:
Iar = investimenti in attesa di realizzo (attività immobilizzate e scorte di magazzino);
Cfu = crediti di funzionamento;
Li = scorte liquide (denaro e valori in cassa nonché depositi bancari e postali).

Si veda l'esempio n° 1.

[14] Come si può notare, non si è ricavata una definizione di velocità di endofinanziamento dal FFN di III livello; ciò in quanto si verrebbe a creare il paradosso per il quale, in presenza di eccedenze di cassa, al crescere dell'utile derivante da ricavi originanti entrate di cassa non ancora reinvestite, la relazione che accogliesse le giacenze di cassa al denominatore verrebbe a ridursi (relazione inversa).

Esempio n° 1:[15] si propone la determinazione del fabbisogno finanziario lordo e netto di un'impresa mercantile costituita con un capitale iniziale di 10.100 € che, nel corso del suo primo esercizio, ha operato nel rispetto delle seguenti ipotesi semplificative:

- prima ipotesi: ha sostenuto 10.000 € di costi per acquisto di attrezzature il cui valore residuo a fine esercizio è di 9.000 €;
- seconda ipotesi: ha acquistato 8 lotti della stessa merce, venduta (in parte) con *mark-up* sul prezzo di acquisto del 100%;
- terza ipotesi: ciascun ciclo produttivo (investimenti-realizzi) viene attivato solo dopo la conclusione del precedente; in particolare gli 8 cicli produttivi sono i seguenti:

lotti	*cassa iniziale*	*costi per acquisto delle merci*	*consumi di merci*	*rimanenze finali di merci*	*ricavi*	*+ denaro*	*+ crediti di funzionamento*	*cassa finale*
lotto 1	100	100	90	10	180	135	45	135
lotto 2	135	130	120	10	240	120	120	125
lotto 3	125	125	125	-	250	250	-	250
lotto 4	250	250	240	10	480	450	30	450
lotto 5	450	450	400	50	800	710	90	710
lotto 6	710	600	600	-	1.200	1.000	200	1.110
lotto 7	1.110	1.100	1.000	100	2.000	1.850	150	1.860
lotto 8	1.860	1.860	1.600	260	3.200	3.000	200	3.000
tot		*4.615*	*4.175*	*440*	*8.350*		*835*	*3.000*

Sotto tali condizioni, si osserva la seguente accumulazione del fabbisogno finanziario lordo:

costo per acquisto delle attrezzature	*costi per acquisto delle merci*	*FFL*
10.000		10.000
	100	10.100
	130	10.230
	125	10.355
	250	10.605
	450	11.055
	600	11.655
	1.100	12.755
	1.860	14.615
10.000	*4.615*	14.615

Si osservano, inoltre, i seguenti valori del fabbisogno finanziario netto e della velocità di endofinanziamento riferibili al termine dell'esercizio:

1° livello	**FFN_1**	= Iar	=	9.000+440	=	9.440
	Ve_1	= FFL/FFN_1	=	14.615/9.440	=	1,548
2° livello	**FFN_2**	= FFN_1 + Cfu	=	9.440+835	=	10.275
	Ve_2	= FFL/FFN_2	=	14.615/10.275	=	1,422
3° livello	**FFN_3**	= FFN_2 + Li	=	10.275+3.000	=	13.275

[15] Si veda G. PAOLONE-L. D'AMICO-R. PALUMBO, *Le analisi di bilancio*, cit., pp. 36-37.

Invertendo gli elementi dell'equazione, risulta evidente che il fabbisogno finanziario netto è inversamente proporzionale alla velocità di endofinanziamento:

$$FFN\ t_n = \frac{FFL\ t_0\text{-}t_n}{V_e}$$

Diversamente dalla velocità di endofinanziamento, la *velocità di circolazione* (Vc) esprime il numero delle volte in cui, nell'intervallo di tempo considerato, il capitale mediamente investito si è rigenerato sotto forma di ricavi e può essere misurata attraverso il seguente rapporto:

$$Vc = \frac{\sum_i R_i}{Ci}$$

Dove *Ci* indica il capitale (mediamente) investito.

Riferita ai singoli fattori, la velocità di circolazione può essere definita come numero delle operazioni di investimento-realizzo che uno specifico fattore subisce nel corso di un determinato periodo gestionale.[16]
Considerando che il capitale investito in un dato istante equivale al capitale in attesa di realizzo in quel medesimo istante e coincide con il concetto di fabbisogno finanziario netto (di III livello), la velocità di endofinanziamento e la velocità di circolazione differiscono per il numeratore. È evidente, dunque, che la velocità di circolazione è legata al fabbisogno finanziario netto da una relazione inversa.

Sempre nell'ambito dell'aspetto quantitativo, è possibile approfondire i modi in cui può essere garantita la copertura del fabbisogno finanziario netto.
Si è detto che i mezzi esterni possono essere distinti in capitali attinti con il vincolo del prestito (debiti di finanziamento) e capitali attinti con il vincolo della proprietà (capitale proprio).
Le due forme di finanziamento differiscono per le seguenti caratteristiche:

- diverso *grado di rischiosità*, laddove il capitale apportato con il vincolo della proprietà potrà essere restituito solo nel caso in cui la gestione non abbia prodotto risultati economici negativi al punto da eroderlo e, comunque, solo subordinatamente alla previa restituzione dei capitali conferiti con il vincolo del prestito;
- diverso *grado di onerosità*, laddove la remunerazione del capitale conferito con il vincolo del prestito non è commisurata ai risultati di gestione (è normalmente fissa ed espressa da un prezzo denominato saggio di interesse che matura in funzione del tempo e del valore nominale del capitale conferito) mentre la remunerazione del capitale di proprietà, essendo condizionata al manifestarsi di un risultato economico positivo e alla disponibilità di risorse monetarie che possano essere sottratte alla gestione per il pagamento dei dividendi, è sempre variabile ed eventuale;

[16] Per le considerazioni già svolte, i fattori a fecondità semplice hanno chiaramente una velocità di circolazione di gran lunga maggiore rispetto a quella dei fattori a fecondità ripetuta.

- ➲ diversa *durata di permanenza* all'interno dell'azienda, poiché, mentre il capitale di prestito viene conferito con una scadenza predefinita, il capitale di proprietà è destinato a permanere in azienda per un tempo indefinito.

Nell'aspetto qualitativo, l'analisi ha come obiettivo quello di realizzare la migliore combinazione delle fonti esterne a copertura del fabbisogno in considerazione del grado di "variabilità" delle prime e del secondo.

I tempi di realizzo degli investimenti che provocano il fabbisogno finanziario netto, nelle sue componenti di I, II e III livello, fanno sì che si possa distinguere tra un "fabbisogno durevole", originato dagli impegni di lunga durata, e un "fabbisogno variabile", provocato dagli investimenti prontamente realizzabili.[17]

In prima approssimazione, appare evidente come il grado di variabilità degli impieghi di capitale debba essere strettamente correlato con il grado di variabilità delle fonti di finanziamento, in modo che al fabbisogno durevole venga data copertura con mezzi finanziari marcatamente rigidi e, di contro, al fabbisogno variabile venga data copertura ricorrendo a fonti di finanziamento fortemente elastiche.

In una visione statica, ossia con riferimento ad un dato istante temporale, le componenti del fabbisogno finanziario netto possono essere distinte sulla base della loro realizzabilità, ossia sulla base della velocità di circolazione ad esse connaturata. In tal senso, si suole distinguere gli impieghi aziendali nelle seguenti classi:

- *attivo circolante*, formato da tutti quegli impieghi che per loro natura, richiedono tempi di realizzazione (trasformazione in forma monetaria) brevi;[18]
- *attivo immobilizzato*, costituito da quegli impieghi che per loro natura richiedono tempi di realizzazione medio-lunghi.

In una prospettiva dinamica, le classi di impiego che costituiscono il fabbisogno finanziario (netto) durevole e variabile non possono essere distinte sulla base della loro natura di impieghi più o meno velocemente realizzabili; devono, invece, più correttamente, essere riferite alla destinazione loro assegnata. In altri termini, è necessario considerare, non solo la velocità di circolazione dei distinti investimenti, ma anche la previsione del loro probabile reiterarsi;

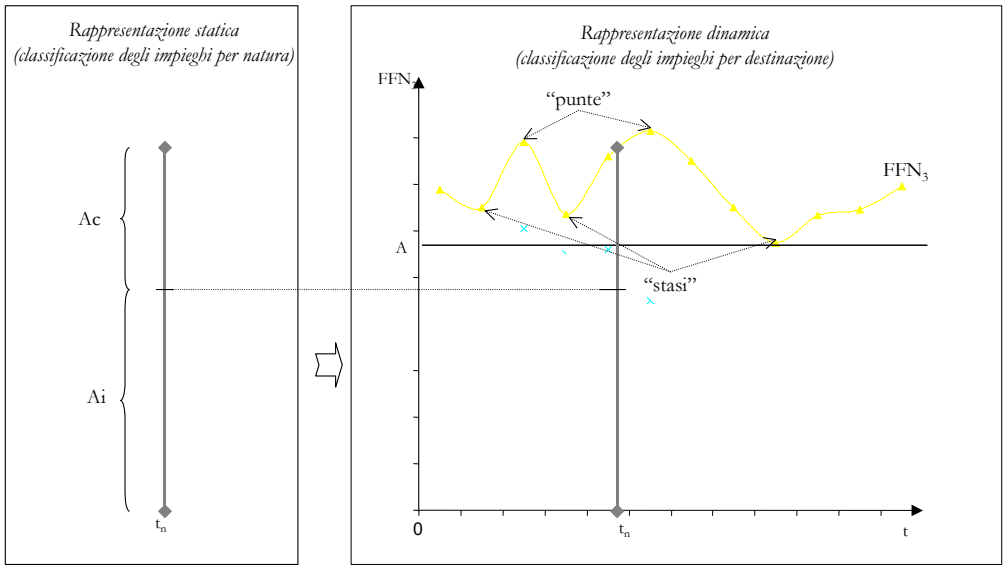
[17] «Per una migliore distinzione del fabbisogno nelle sue due componenti, durevole e variabile, è opportuno precisare il diverso significato attribuibile ai termini "impiego" e "investimento" […]; ad un esame più approfondito, il termine "impiego" assume una accezione più ampia di quello di "investimento" poiché con il primo si intende un qualsiasi utilizzo di mezzi finanziari provocato, oltre che da operazioni di investimento, anche da operazioni di rimborso di finanziamenti precedentemente reperiti, sia con il vincolo della proprietà, che con il vincolo del prestito, ovvero ancora dalla copertura di perdite provocate dalla gestione. Appare evidente, di contro, come il termine "investimento" può essere correttamente riferito solo ad utilizzi di risorse finanziarie che, secondo diverse modalità temporali, verranno rigenerate attraverso operazioni di realizzo, ovvero mediante il loro "disimpiego"». Cfr. G. PAOLONE – L. D'AMICO, *L'economia aziendale nei suoi principi parametrici e modelli applicativi*, cit.

[18] Una convenzione ampiamente accettata è quella di far rientrare nel breve termine tutti gli accadimenti che si manifesteranno entro un anno.

quest'ultima ipotesi, infatti, nella misura in cui tali investimenti vengono ripetuti con un certo grado di continuità, trasforma il fabbisogno momentaneo, provocato da investimenti a rapido ciclo di realizzo, in fabbisogno durevole.[19]
Il comporsi delle due classi di fabbisogno finanziario netto fa sì che quest'ultimo presenti un andamento caratterizzato da variazioni più o meno ricorrenti, provocate essenzialmente dall'andamento della componente variabile, e da una tendenza percepibile nel lungo periodo, imputabile prevalentemente alla componente durevole.

Il grafico esposto nella figura 10 illustra il possibile andamento del fabbisogno finanziario netto (asse delle ordinate) rispetto al trascorrere del tempo (asse delle ascisse). La componente durevole del fabbisogno è misurata dal livello della retta tangente alla funzione nel suo punto di minimo (A); la componente variabile può essere ricavata per differenza.

Figura 10 – Rappresentazione statica e dinamica del fabbisogno finanziario netto (impieghi)



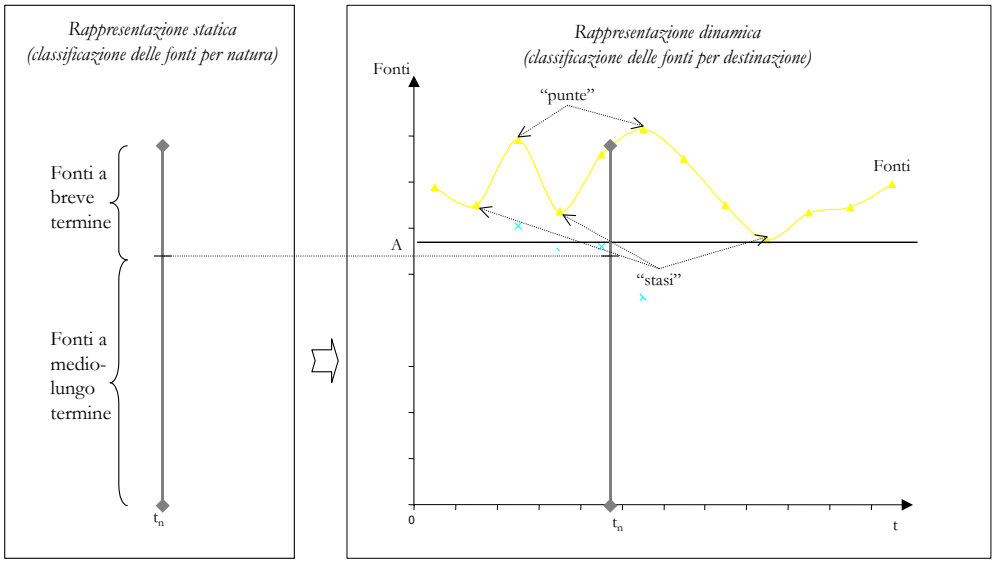
È utile ribadire che all'interno della componente durevole (0A) è compresa anche parte degli impieghi aziendali rappresentati da scorte liquide, crediti di funzionamento e giacenze di magazzino, ossia impieghi che in una classificazione per natura fanno parte dell'attivo circolante.

Così come per gli impieghi, anche per le fonti è possibile una rappresentazione statica ed una rappresentazione dinamica.

[19] È il caso ad esempio del livello minimo di scorte liquide al di sotto del quale l'impresa decidere di non scendere per fronteggiare eventuali imprevisti relativi alla gestione di tesoreria, ovvero del livello minimo-tecnico delle scorte di magazzino o ancora del livello dei crediti di fornitura al di sotto del quale l'impresa non riesce a scendere per esigenze commerciali.

La prima mostra una classificazione fondata sui tempi di restituzione (scadenza per i debiti). Da questo punto di vista, è possibile distinguere le fonti a breve dalle fonti a medio-lungo termine.[20]
La rappresentazione dinamica trasforma una parte delle fonti a breve termine in fonti durevoli a ragione del loro continuo rinnovarsi (la figura 11 illustra la rappresentazione statica e dinamica delle fonti).[21]

Figura 11 – Rappresentazione statica e dinamica delle fonti

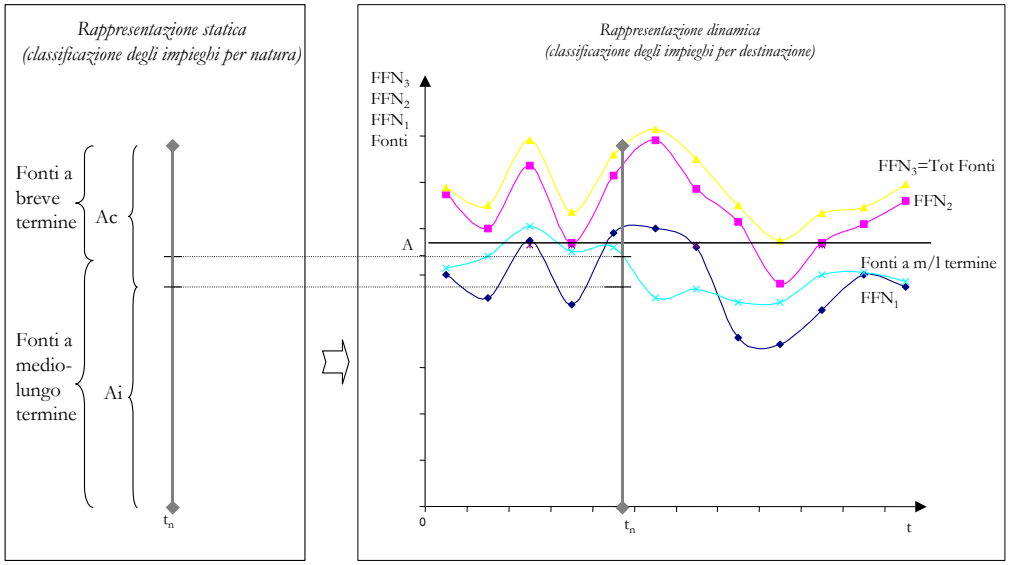


La naturale identità dell'ammontare delle fonti con l'ammontare degli impieghi in ogni istante della vita aziendale implica la sovrapposizione della rappresentazione dinamica delle prime alla rappresentazione dinamica delle seconde, con evidenza di un livello di fonti durevoli coincidente al livello del fabbisogno durevole (0A).
Il punto è che l'azienda deve ottenere tale grado di variabilità senza "forzature", ossia realizzando una composizione che renda agevole l'adattamento della variabilità delle fonti alla variabilità degli impieghi ed eviti che avvenga il contrario, ossia che sia il decorso degli impieghi a doversi adattare a quello delle fonti.[22]

[20] Le fonti a breve sono convenzionalmente rappresentate da passività scadenti entro un anno dal momento in cui viene fatta l'analisi.
[21] Si tratta tipicamente di una parte – spesso consistente – dei debiti di funzionamento e di una parte dei rapporti di conto corrente con le banche, oltre che di una parte dei ricavi anticipati per quelle imprese che operano sistematicamente con riscossioni dei prezzi-ricavo anticipate rispetto alla cessione dei beni o alla erogazione dei servizi.
[22] «… benché il punto di partenza per le analisi dell'equilibrio finanziario sia costituito spesso dalla [struttura finanziaria], la staticità ad essa connaturata ne limita fortemente la capacità informativa, tanto da renderla inidonea allo scopo. Per una corretta programmazione finanziaria, non potendosi prescindere dalla dinamica numeraria derivante dal processo produttivo, si dovrà, dunque, considerare, in primo luogo, la trasmutazione

L'analisi rappresentata dal grafico esposto nella figura 12 propone, accanto all'esame del grado di variabilità degli impieghi e delle fonti, l'individuazione della dinamica delle componenti degli uni e delle altre.
In un continuo stato di "attenzione", la gestione aziendale mostra una fisiologica alternanza di periodi di "serenità" a periodi di "tensione" finanziaria.
In tale contesto, lo studio della dinamica delle componenti del fabbisogno e delle fonti di copertura è di fondamentale importanza perché consente l'attivazione di un segnale di "allarme" che si manifesta quando le singole classi assumono valori "anormali", dove la "norma" è definita dal procrastinarsi dei valori nel tempo.

Figura 12 – Rappresentazione dinamica degli impieghi e delle fonti



degli attuali valori finanziari sostitutivi della moneta (presenti nella rappresentazione sincronica dei valori) in valori monetari, con i relativi tempi di manifestazione, rendendo in tal modo dinamica un'informazione originariamente statica; in secondo luogo, la traduzione in valori monetari di grandezze addirittura assenti nell'attuale situazione patrimoniale, perché destinate a manifestarsi in tempi futuri, senza che nessun evento contabile preparatorio esista al tempo in cui l'analisi è effettuata»; R. PALUMBO, *L'università nella sua dimensione economico-aziendale: evoluzione sistemica e modelli razionalizzanti*, Giappichelli, Torino, 1999. Dopo aver sostenuto l'inadeguatezza del bilancio di esercizio ai fini dell'indagine finanziaria, in quanto «appresta soltanto gli elementi in relazione con i quali può essere congetturato un primo tronco della dinamica numeraria futura», Amodeo afferma che questo «sarà determinato, precisamente, dal risolversi in entrate ed in uscite numerarie certe di quelli, fra i valori indicati [valori di natura finanziaria], che non siano costituiti direttamente dal denaro vero e proprio», laddove per il secondo «tronco» «occorre congetturare quali saranno le entrate e le uscite numerarie destinate a verificarsi in avvenire, non in connessione con pregressi crediti e debiti ma quali misure di futuri ricavi e di futuri costi. Entrate ed uscite che devono considerarsi propriamente 'future', non soltanto perché nel tempo avvenire avranno luogo, ma perché nessun evento contabile preparatorio di esse esiste nel tempo passato»; D. AMODEO, *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1990, pp. 796-8.

5. La scomposizione della gestione aziendale in classi di operazioni omogenee (segue): la gestione monetaria

La transizione da un'economia di baratto ad un'economia monetaria ha introdotto una nuova variabile nella gestione aziendale. La gestione monetaria si compone del complesso di operazioni volte a far sì che l'azienda possa far fronte in ogni tempo alle uscite monetarie attraverso un preordinato flusso di entrate monetarie. L'azienda deve essere in grado di onorare con continuità i pagamenti cui è tenuta.
Si tratta di una condizione che va rispettata non soltanto nel medio-lungo periodo ma in ogni istante, non potendosi avere uscite se prima non si sono avute delle entrate.[23]

Onde evitare inadempienze aziendali ed effetti negativi sul grado di economicità aziendale, è necessario raccordare il flusso monetario in uscita, causato dai pagamenti, con il flusso monetario in entrata, alimentato dalle operazioni di incasso, in modo da evitare il ricorso ad operazioni diseconomiche di realizzo, [24] da un lato, e minimizzare le giacenze di cassa, dall'altro.
Le uscite monetarie devono, dunque, essere precedute da entrate monetarie ottenute senza "forzare" i naturali tempi di realizzo degli investimenti e rendendo minimi gli impieghi non remunerativi.
Al fine di trovare la coordinazione ottimale tra i flussi monetari in entrata ed in uscita, occorre considerare, accanto alle variazioni monetarie in senso stretto (entrate ed uscite di denaro), la movimentazione dei mezzi sostitutivi del denaro tipicamente rappresentati dai crediti e dai debiti di funzionamento sorti in relazione ad operazioni della gestione economica caratteristica, rispettivamente di vendita di prodotti e di acquisto di fattori produttivi.
È bene precisare che i crediti e i debiti di funzionamento si distinguono da quelli di finanziamento in quanto il sorgere dei primi rappresenta l'aspetto derivato di un'operazione originaria, rispettivamente di vendita di prodotti o di acquisizione di fattori, laddove i secondi rappresentano operazioni originarie. I crediti e i debiti di funzionamento, infatti, nascono nell'ambito della gestione economica caratteristica in contropartita di movimenti di risorse reali, laddove i crediti e i debiti di finanziamento sorgono rispettivamente nell'ambito della gestione economica accessoria e della gestione finanziaria in contropartita di movimenti di risorse monetarie.
Crediti e debiti di funzionamento – variazioni numerarie – spostando il momento della manifestazione monetaria, vengono a svolgere il ruolo di "ammortizzatore" della gestione di tesoreria.
Nel brevissimo termine, la presenza dei debiti di funzionamento, rinviando il momento dell'uscita monetaria, riduce il fabbisogno finanziario; di contro, la presenza dei crediti di funzionamento, rinviando il momento dell'entrata monetaria, impedisce l'ulteriore contrazione del fabbisogno finanziario netto per via endogena.

[23] La somma dei flussi di cassa, pertanto, se riferita all'intero arco di vita aziendale, non può mai avere valore negativo.
[24] Si pensi, ad esempio, alla vendita di giacenze di magazzino a prezzi non congrui ovvero allo sconto di effetti attivi in portafoglio con applicazione di elevati tassi di interesse.

6. Dallo stato patrimoniale alla struttura finanziaria.

Si è detto che l'equilibrio finanziario-patrimoniale è relativo alla correlazione esistente tra il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento e il grado di "liquidabilità" degli impieghi. È, dunque, necessario riclassificare lo stato patrimoniale, redatto secondo lo schema civilistico, utilizzando i due citati criteri[25] al fine di ottenere classi di valori omogenei da porre significativamente a confronto.

La normativa civilistica segue, infatti, il criterio della destinazione – intesa nel senso di funzione economica – degli investimenti, a prescindere dai loro tempi di ritorno.

Art. 2424 bis, I c., c.c.
«Gli elementi patrimoniali destinati ad essere utilizzati durevolmente devono essere iscritti nelle immobilizzazioni».

Così, ad esempio, un credito di natura commerciale viene sempre incluso nell'attivo circolante a prescindere dalla sua scadenza, laddove l'analisi finanziaria è interessata alla dimensione meramente temporale dell'attivo e del passivo.

Ad ogni modo, il legislatore si è dimostrato sensibile al problema dell'analisi finanziaria richiedendo, tanto per i crediti quanto per i debiti, l'esposizione separata degli importi scadenti oltre/entro l'esercizio.

Pertanto, le voci di stato patrimoniale classificate secondo il seguente schema civilistico:

[25] Nelle analisi che seguono verrà scelto un andamento crescente sia per il grado di "liquidabilità" degli impieghi, sia per il grado di esigibilità delle fonti.

Attività		***Passività e netto***
A) crediti verso soci per versamenti ancora dovuti *+* *B) immobilizzazioni* *+* *C) attivo circolante* *+* *D) ratei e risconti attivi*	=	*A) patrimonio netto* *+* *B) fondi per rischi ed oneri* *+* *C) trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato* *+* *D) debiti* *+* *E) ratei e risconti passivi*

devono essere ricondotte – riclassificate – nel seguente schema della situazione finanziario-patrimoniale:

Attività		***Passività e netto***
Ai *+* *D* *+* *Ld* *+* *Li*	=	*Cn* *+* *Dc* *+* *Db*

dove:

Ai, <u>attività immobilizzate</u> nette (ossia al netto dei relativi fondi di ammortamento), indica gli impieghi di risorse finanziarie che richiedono un esteso periodo di tempo (comunque superiore all'anno) per poter essere rigenerati, ossia per essere trasformati in denaro;

D, <u>disponibilità</u>, indica gli impieghi di risorse finanziarie caratterizzati da un medio periodo di recupero (rappresentati, in prima analisi, dalle giacenze di magazzino);

Ld, <u>liquidità differite</u>, comprende gli impieghi di risorse finanziarie realizzabili nel breve periodo[26] (in primo luogo crediti di funzionamento – benché quelli scadenti oltre l'esercizio costituiscano immobilizzazioni finanziarie – ma anche crediti di finanziamento scadenti entro l'anno);

[26] Nonostante il concetto di breve periodo sia relativo alle caratteristiche specifiche dei processi produttivi delle singole aziende, il confine di tale orizzonte temporale viene fissato convenzionalmente ad un anno dalla data di redazione del bilancio.

Li, liquidità immediate, racchiude gli impieghi di risorse finanziarie già in forma monetaria e prontamente monetizzabili (denaro e valori in cassa e sui conti correnti liberi bancari e postali);

Cn, capitale netto, indica i mezzi finanziari acquisiti con il vincolo del pieno rischio, derivanti da conferimenti e da utili non prelevati;

Dc, debiti consolidati, comprende i mezzi finanziari acquisiti con il vincolo del prestito per un lungo periodo (scadenti oltre l'esercizio successivo);

Db, debiti a breve termine (o passività correnti), rappresenta i mezzi finanziari acquisiti con il vincolo del prestito per un breve periodo (scadenti entro l'esercizio successivo).

Si considerino, inoltre, i seguenti ulteriori simboli:

Ci, capitale investito, rappresenta il complesso delle somme investite nell'attività aziendale;

Ca, capitale acquisito, rappresenta il complesso delle fonti di finanziamento che danno copertura al capitale investito (chiaramente sarà sempre rispettata la relazione Ci = Ca);

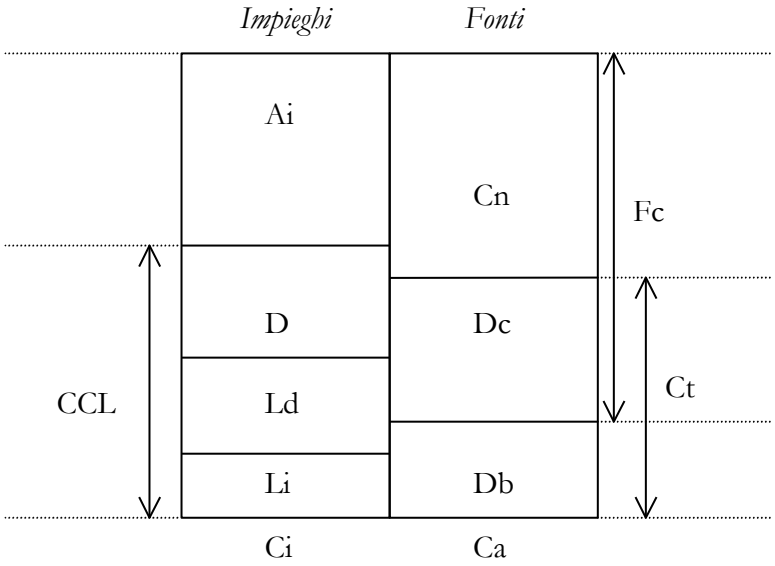
CCL, capitale circolante lordo (o attivo corrente), è dato dalla somma delle disponibilità (D) delle liquidità differite (Ld) e delle liquidità immediate (Li), ossia da tutte le risorse "trasformabili" in denaro entro un anno dalla redazione del bilancio;

Fc, fonti consolidate, rappresentate dal capitale netto, legato all'azienda per un tempo indeterminato, e dai debiti a medio/lungo termine, scadenti oltre l'esercizio successivo (classificazione finanziaria delle fonti);

Ct, capitale di terzi, rappresentato dal complesso dei debiti a breve e a medio/lungo termine (classificazione per origine delle fonti).

Rappresentando graficamente l'equazione, con riferimento ad una struttura potenzialmente equilibrata, si perviene allo schema rappresentato dalla figura n° 2.1:

Figura n° 2.1: Rappresentazione grafica della struttura finanziaria



Occorre a questo punto ribadire che, nell'aspetto sostanziale, parte del fabbisogno formalmente variabile, provocato da investimenti a rapido ciclo di realizzo, può trasformarsi – ed è ciò che accade nella generalità delle imprese – in fabbisogno durevole nella misura in cui tali investimenti vengono ripetuti con un certo grado di continuità.

Ciò è vero anche per parte delle passività correnti che, a causa del loro continuo reiterarsi, costituiscono, nella sostanza, fonti consolidate.

Ne deriva che la struttura finanziaria in esame, essendo il risultato di un processo di riclassificazione "formale", produce risultati che approssimano una situazione – quella sostanziale – che può essere pienamente apprezzata solo attraverso la dinamica del fabbisogno finanziario netto.

Un'ulteriore riclassificazione del capitale investito può riguardare le aree gestionali cui le sue componenti appartengono.

Tale distinzione, come vedremo, è utile per riferire alle distinte classi di reddito prodotto le correlate entità del capitale investito.

Secondo tale impostazione, si possono distinguere le seguenti componenti del capitale investito:

- capitale investito nella gestione operativa (Ci_o);
- capitale investito nella gestione extracaratteristica (Ci_{exg});
- capitale investito in scorte liquide (Ci_{Li}).

6.1. La trasformazione dell'attivo in "impieghi".

Vediamo ora nel dettaglio quale collocazione dare, nella struttura finanziaria, alle voci contemplate dallo schema civilistico di bilancio.

A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti con separata indicazione della parte già richiamata

La classe A) dell'attivo patrimoniale rappresenta una immobilizzazione finanziaria, fatta eccezione per la parte eventualmente già richiamata, che dovrà essere versata entro i prossimi 12 mesi (indicata separatamente) e che andrà ricompresa tra le liquidità differite.

B) Immobilizzazioni

La classe delle immobilizzazioni – immateriali (B.I.), materiali (B.II.) e finanziarie (B.III.) – comprende generalmente attività da inserire nell'attivo immobilizzato, indicandone il valore residuo; ai fini dell'analisi finanziaria, gli importi relativi alle immobilizzazioni finanziarie esigibili entro l'esercizio successivo devono essere ricondotti nelle liquidità differite.

C) Attivo circolante

Occorre far distinzione tra le diverse sottoclassi:

- le rimanenze (C.I.) devono trovare allocazione nelle disponibilità;
- i crediti (C.II.) sono generalmente ricompresi nelle liquidità differite, fatta eccezione per gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo, che devono essere allocati nell'attivo immobilizzato (chiaramente di natura finanziaria);
- le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni (C.III.) devono essere collocate tra le attività immobilizzate;
- le disponibilità liquide (C.IV.) trovano allocazione tra le liquidità immediate.

D) Ratei e risconti con separata indicazione del disaggio su prestiti

Per quanto concerne i ratei ed i risconti attivi, la loro differente natura avrebbe richiesto una differente esposizione delle due poste di bilancio; da un lato, i ratei, in quanto valori di natura finanziaria, devono essere ricompresi, per la parte riferibile all'esercizio successivo, nelle liquidità differite, per la parte eventualmente riferibile ad ulteriori periodi, nell'attivo immobilizzato; dall'altro, i risconti, essendo valori di natura economica, sono più correttamente riconducibili nelle disponibilità aziendali insieme alle scorte; per quanto concerne, infine, il valore residuo del disaggio su prestiti – atteso che andrebbe correttamente riscontato – la parte riferibile all'esercizio successivo va inserita tra le disponibilità, mentre la parte relativa ad ulteriori periodi costituisce una immobilizzazione economica.

6.2. La trasformazione del passivo e del netto in "fonti".

In tale ambito il legislatore civilistico ha optato per il criterio dell'origine dei mezzi finanziari.

In generale, avendo riguardo alla loro origine o provenienza, le fonti si possono distinguere nelle seguenti classi:

a) finanziamenti endogeni, che derivano dalle seguenti operazioni contabili:
   - ammortamenti e quote di accantonamento in fondi di svalutazione e fondi per rischi ed oneri;
   - utili netti non distribuiti (portati a nuovo e accantonati a riserva)

b) finanziamenti esogeni, distinti a loro volta in:
   - finanziamenti attinti con il vincolo della proprietà (capitale di rischio);
   - finanziamenti attinti con il vincolo del debito (capitale di terzi), a loro volta classificabili in:
     - debiti di finanziamento, che nascono da operazioni relative alla gestione finanziaria;
     - debiti di funzionamento, che nascono da operazioni relative alla gestione caratteristica.

Come anticipato, le voci di stato patrimoniale, classificate per origine, devono essere ricondotte in uno schema finanziario che segue criteri meramente temporali. In proposito si fa distinzione tra le seguenti classi:

a) fonti consolidate (Fc):
   - capitale netto (Cn);
   - debiti consolidati (Dc) (o a medio/lungo termine);
b) passivo corrente (Db):
   - finanziamenti a breve ciclo di estinzione;
   - finanziamenti a breve ciclo di utilizzo, ossia fluttuanti (es. conti correnti bancari).

Vediamo, dunque, in dettaglio la riclassificazione finanziaria delle voci elencate nel "passivo" dello schema civilistico.

A) Patrimonio netto

Tutte le voci componenti il patrimonio netto – capitale (A.I.), riserva da sovrapprezzo delle azioni (A.II.), riserve di rivalutazione (A. III.), riserva legale (A. IV.), riserva per azioni proprie in portafoglio (A.V.), riserve statutarie (A.VI.), altre riserve (A.VII.),[27] utili (perdite) portati a

[27] Come è stato già rilevato, le valutazioni di bilancio possono trovare fondamento su criteri di valutazione civilistici (art. 2426 c.c.) e su rettifiche ed accantonamenti effettuati esclusivamente in applicazione di norme

nuovo (A.VIII) e utile (perdita) dell'esercizio (A.IX.) – vanno riferite alla classe denominata capitale netto (Cn).

B) Fondi per rischi e oneri

Sono relativi a «perdite o debiti di natura determinata, di esistenza certa o probabile, dei quali tuttavia alla chiusura dell'esercizio siano indeterminati o l'ammontare o la data di sopravvenienza».

Per cui i "fondi per rischi" sono costituiti a fronte di costi futuri solo probabili ed indeterminati nel loro ammontare, mentre i "fondi per oneri" sono costituiti a fronte di costi futuri di manifestazione certa ma indeterminati nel loro ammontare e, in alcuni casi, nel tempo di manifestazione.

Ne deriva che, mentre questi ultimi rappresentano dei debiti che si manifesteranno con certezza e la cui data di manifestazione può essere spesso agevolmente collocata nel breve o nel medio/lungo periodo, i "fondi per rischi" riferendosi a costi probabili, possono celare accantonamenti di utili nel caso in cui al rischio non segua l'evento negativo ipotizzato.

C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

La classe in esame costituisce un debito di finanziamento maturato nei confronti dei dipendenti per la parte di retribuzione che verrà loro erogata al momento della cessazione del rapporto di lavoro. Ne deriva che tale classe trova corretta collocazione tra le passività consolidate, ad accezione della parte relativa ai dipendenti che cesseranno il proprio rapporto di lavoro entro il successivo esercizio.

D) Debiti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo

Sono generalmente ricompresi nelle passività correnti, fatta eccezione per gli importi esigibili oltre l'esercizio successivo, che devono essere inseriti tra le passività consolidate.

E) Ratei e risconti, con separata indicazione dell'aggio su prestiti

Valgono osservazioni analoghe a quelle già illustrate per i ratei ed i risconti attivi; pertanto, la parte di ratei, risconti ed aggio su prestiti riferibili all'esercizio successivo deve essere inserita tra le passività correnti, laddove la parte restante deve essere collocata tra le passività consolidate.

tributarie – ammortamenti anticipati, accantonamento di contributi e di plusvalenze –; quest'ultima ipotesi conduce alla formazione di altre riserve del patrimonio netto.

7. I margini.

Avendo riclassificato le poste dello stato patrimoniale secondo criteri temporali, l'analisi dell'equilibrio finanziario-patrimoniale può essere effettuata innanzitutto attraverso il confronto tra classi di impieghi di capitale e classi di fonti di finanziamento.

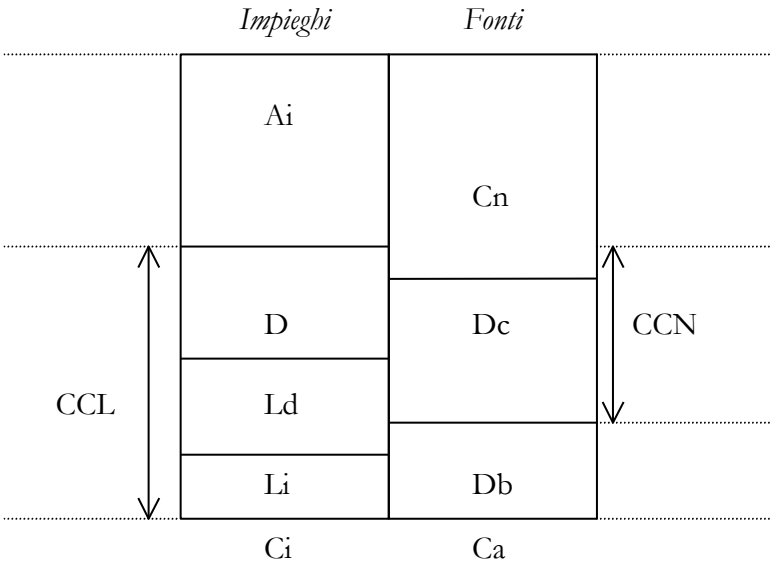
Infatti, sebbene il principio economico-aziendale di unitarietà della gestione rifiuti l'idea di correlare il singolo finanziamento al singolo investimento, in questo caso si tratta di confrontare intere classi di finanziamenti con intere classi di investimenti.

Dal confronto differenziale derivano i cosiddetti margini finanziario-patrimoniali, ossia valori segnaletici "assoluti".

Un primo margine da analizzare è rappresentato dal capitale circolante netto (CCN) ottenuto per differenza tra il capitale circolante lordo (CCL) e le passività correnti (Db) (si veda la figura n° 2.2):

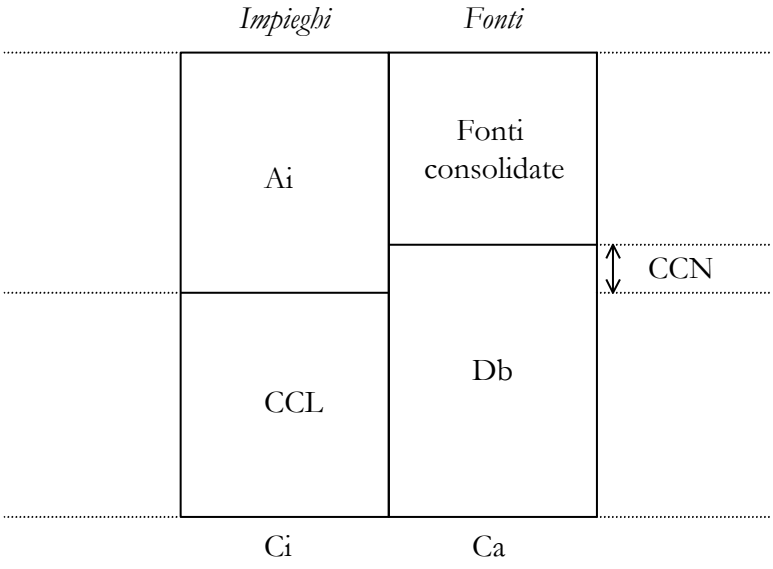
$$CCN = CCL - Db$$

Figura n° 2.2: Rappresentazione grafica del capitale circolante netto (positivo)



Benché non si possano esprimere giudizi di valore assoluti sulle entità che gli indicatori di bilancio possono assumere, si deve osservare che, laddove tale margine dovesse essere negativo, si avrebbe una situazione in cui le attività immobilizzate vengono finanziate in parte con passività correnti (si veda la figura n° 2.3).

Figura n° 2.3: Rappresentazione grafica del capitale circolante netto (negativo)



Indubbiamente tale circostanza deve ritenersi avversa per qualsiasi tipologia aziendale e per qualsiasi contesto ambientale, perché esprime la possibilità di dover alienare un valore immobilizzato per far fronte al rimborso di un debito scadente nel breve periodo, con evidenti conseguenze negative sulla operatività (venir meno della disponibilità di un fattore produttivo) e sulla economicità gestionale (possibilità di cessione a prezzi inferiori rispetto ai valori di mercato per realizzare l'operazione in tempi brevi).

Si può, inoltre, osservare che, all'interno delle attività correnti, esistono poste di bilancio che, a causa della loro natura economica di costi sospesi dalla formazione del reddito, possono avere un basso grado di liquidabilità.

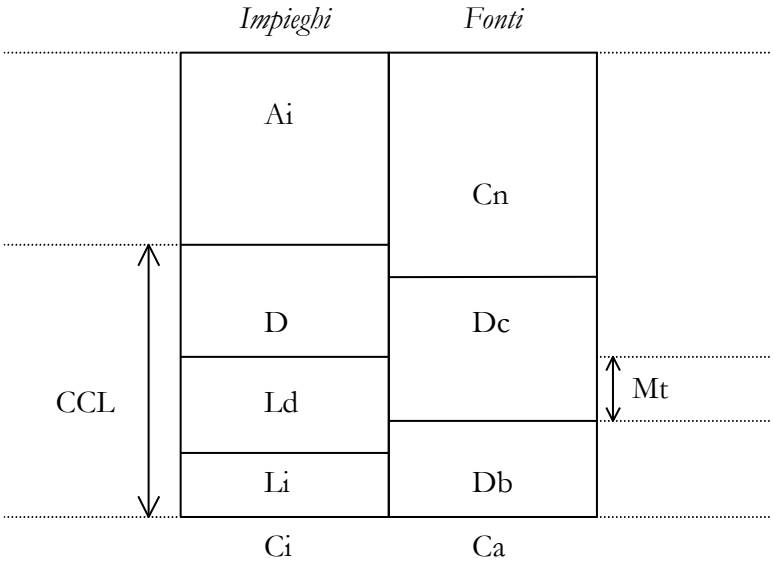
Si tenga presente, infatti, che tale requisito presuppone, oltre alla possibilità di vendere tali beni in tempi brevi, anche la economicità di tale operazione (possibilità di vendere tali beni a prezzi adeguati ai valori di mercato).

Si tratta chiaramente delle disponibilità, tipicamente composte dalle scorte di magazzino.

Volendo, dunque, escludere dal precedente margine le disponibilità, si ottiene il cosiddetto margine di tesoreria (Mt) (si veda la figura n° 2.4):

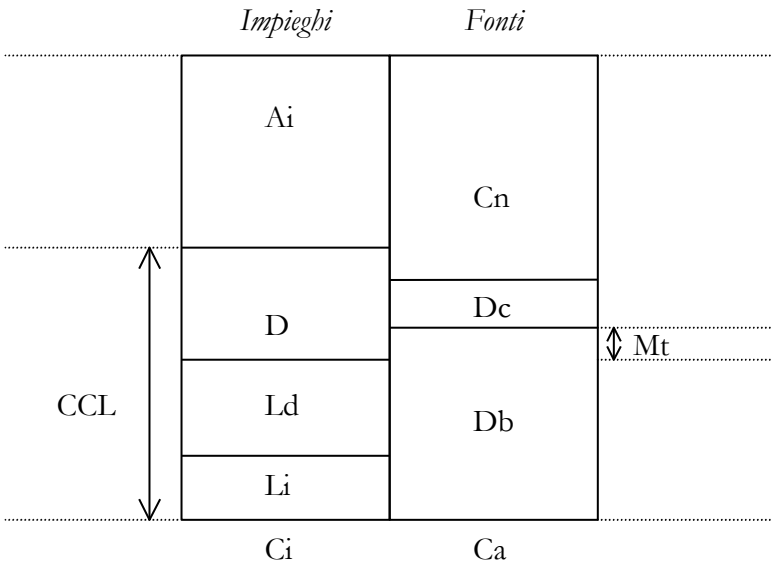
$$Mt = Li + Ld - Db$$

Figura n° 2.4: Rappresentazione grafica del margine di tesoreria (positivo)



Valori positivi del margine di tesoreria indicano, accanto ad una necessaria positività del capitale circolante netto, la possibilità di finanziare sia le disponibilità sia l'attivo immobilizzato con le sole fonti consolidate. Un margine di tesoreria negativo indica la presenza di tensioni finanziarie di breve periodo (si veda la figura n° 2.5).

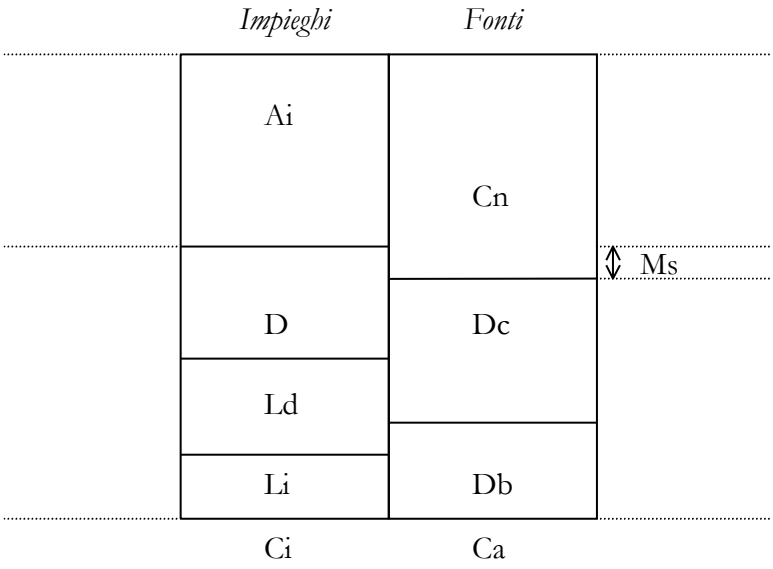
Figura n° 2.5: Rappresentazione grafica del margine di tesoreria (negativo)



Un ulteriore margine segnaletico è quello che si ottiene dal confronto tra la parte delle fonti di finanziamento con più forti vincoli di permanenza in capo all'azienda – il capitale di proprietà – e la parte degli impieghi che presenta la minore propensione a tornare in forma liquida in tempi brevi – l'attivo immobilizzato –. Chiameremo tale differenza <u>margine di struttura</u> (Ms) (si veda la figura n° 2.6):

$$Ms = Cn - Ai$$

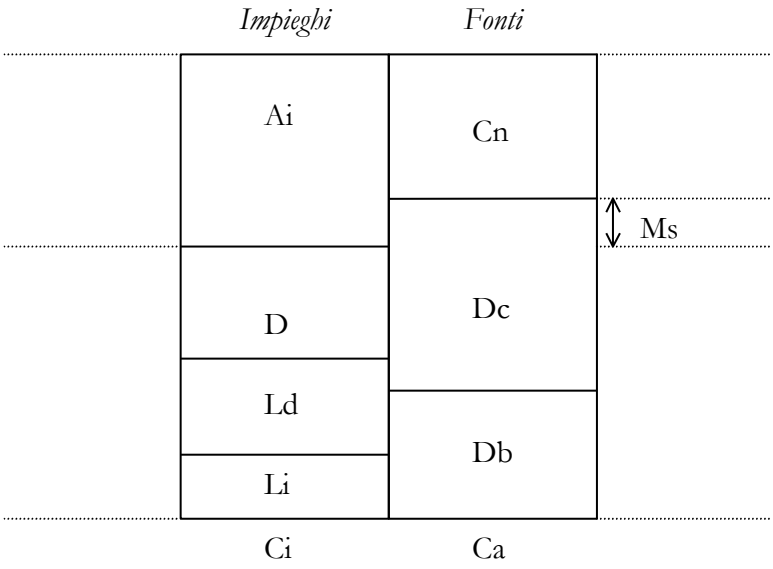
Figura n° 2.6: Rappresentazione grafica del margine di struttura (positivo)



Il margine di struttura esprime, dunque, l'attitudine dell'azienda a coprire con capitale di rischio il fabbisogno provocato dagli impieghi a lento realizzo.

Valori negativi del margine di struttura indicano che il capitale netto da solo non è sufficiente a dare copertura all'attivo immobilizzato (si veda la figura n° 2.7).

Figura n° 2.7: Rappresentazione grafica del margine di struttura (negativo)



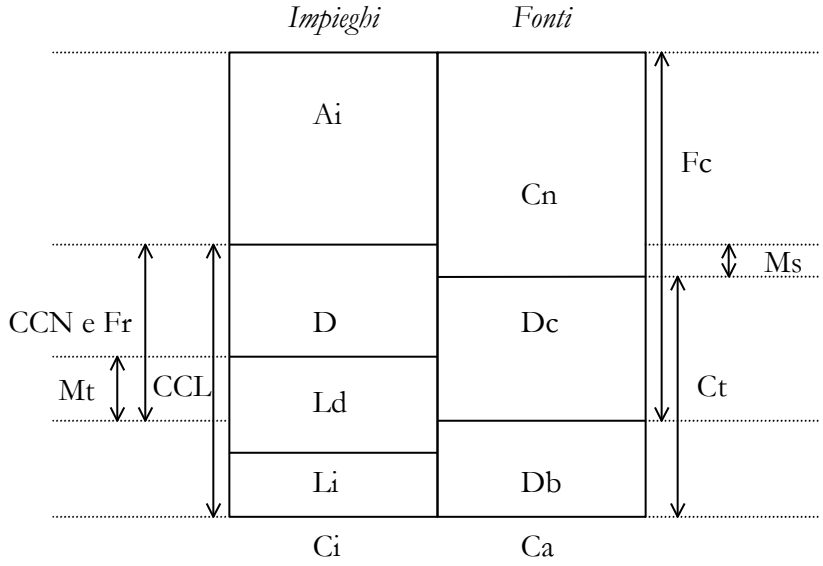
Si può considerare, infine, il fondo di rotazione (Fr) che, ottenuto sottraendo alle fonti di finanziamento acquisite durevolmente gli impieghi immobilizzati, esprime la capacità dell'azienda di fornire una copertura con mezzi finanziari durevolmente acquisiti agli impieghi durevoli:

$$Fr = Cn + Dc - Ai$$

Per il modo in cui viene determinato, il valore del fondo di rotazione coinciderà sempre, chiaramente, con quello del capitale circolante netto.

Per uno schema riassuntivo si veda la figura n° 2.8.

Figura n° 2.8: Schema riassuntivo



È utile osservare che la condizione CCN < 0 implica necessariamente sia un Mt < 0, sia un Ms < 0. Si può, pertanto, ritenere che la positività del capitale circolante netto rappresenti un prerequisito necessario affinché si realizzino condizioni di equilibrio finanziario-patrimoniale.

Si ipotizzino a titolo esemplificativo le seguenti composizioni della struttura finanziaria:[28]

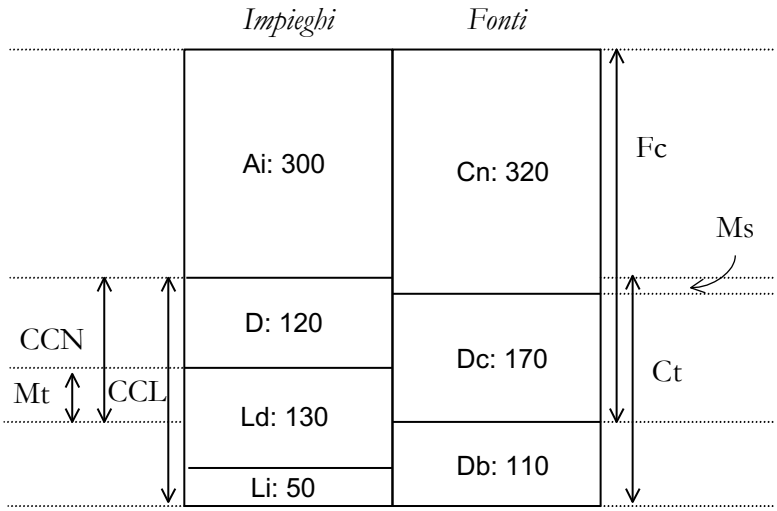
- ipotesi a): CCN > 0
  a.1) Mt > 0; Ms > 0;
  a.2) Mt < 0; Ms > 0;
  a.3) Mt > 0; Ms < 0;
  a.4) Mt < 0; Ms < 0;
- ipotesi b): CCN < 0 (con Mt e Ms necessariamente < 0).

Ipotesi a.1): CCN > 0; Mt > 0; Ms > 0

Impieghi		*Fonti*	
Li	50	Db	110
Ld	130	Dc	170
D	120	Cn	320

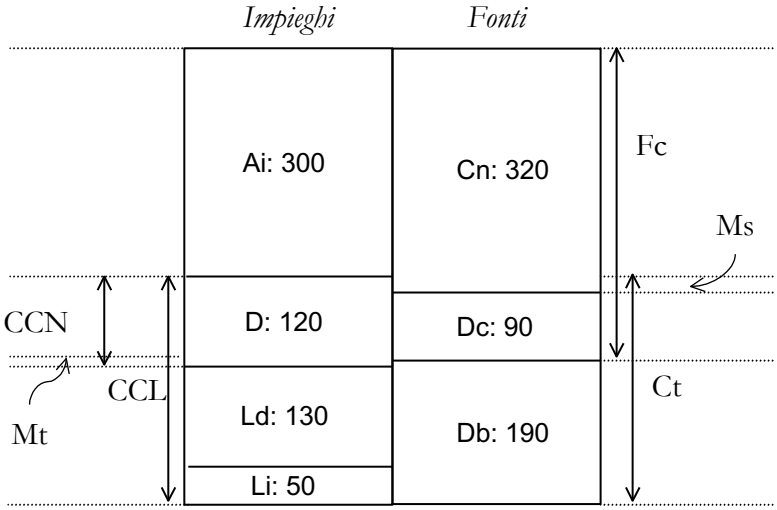
[28] Per garantire la massima chiarezza espositiva, nelle esemplificazioni proposte si lascia invariata la composizione degli impieghi, modificando la sola composizione delle fonti.

Ai	300		
Ci	*600*	*Ca*	*600*



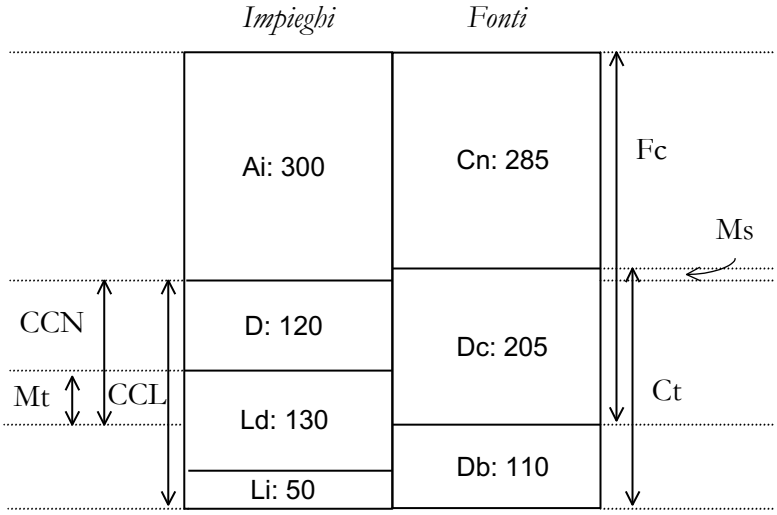
Ipotesi a.2): CCN > 0; Mt < 0; Ms > 0

Impieghi		*Fonti*	
Li	50	Db	190
Ld	130	Dc	90
D	120	Cn	320
Ai	300		
Ci	*600*	*Ca*	*600*



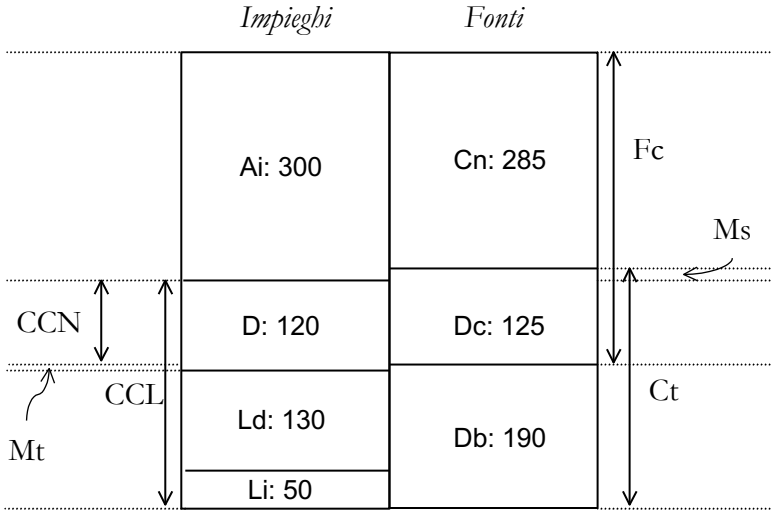
Ipotesi a.3): CCN > 0; Mt > 0; Ms < 0

Impieghi		*Fonti*	
Li	50	Db	110
Ld	130	Dc	205
D	120	Cn	285
Ai	300		
Ci	*600*	*Ca*	*600*



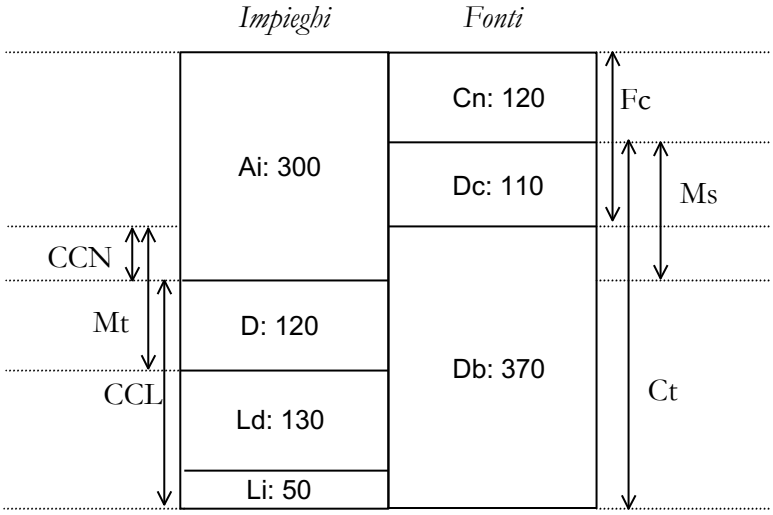
Ipotesi a.4): CCN > 0; Mt < 0; Ms < 0

Impieghi		*Fonti*	
Li	50	Db	190
Ld	130	Dc	125
D	120	Cn	285
Ai	300		
Ci	*600*	*Ca*	*600*



Ipotesi b): CCN < 0 (Mt e Ms necessariamente < 0)

Impieghi		*Fonti*	
Li	50	Db	370
Ld	130	Dc	110
D	120	Cn	120
Ai	300		
Ci	*600*	*Ca*	*600*



Schema riassuntivo:

Impieghi	*Fonti hp a.1)*	*Fonti hp a.2)*	*Fonti hp a.3)*	*Fonti hp a.4)*	*Fonti hp b)*
Ai: 300	Cn: 320	Cn: 320	Cn: 285	Cn: 285	Cn: 120
					Dc: 110
D: 120	Dc: 170	Dc: 90	Dc: 205	Dc: 125	Db: 370
Ld: 130		Db: 190		Db: 190	
Li: 50	Db: 110		Db: 110		

* * * * *

Si consideri, sempre a titolo esemplificativo, la struttura finanziaria dell'impresa Alfa redatta con riferimento al 31/12/200n e al 31/12/200n+1:

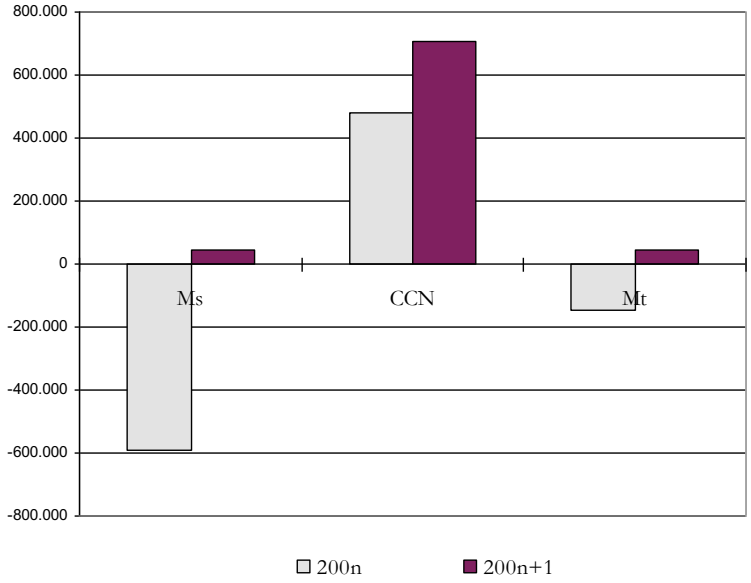
Struttura finanziaria impresa Alfa

impieghi			***fonti***		
	31.12.200n	*31.12.200n +1*		*31.12.200n*	*31.12.200 n+1*
Li	60.156	68.828	*Db*	884.352	718.732
Ld	676.566	694.884	*Dc*	1.069.366	663.891
D	626.775	663.363	*CS*	500.000	500.000
CCL	1.363.497	1.427.075	*Riserve*	693.288	846.009
Ai	1.783.509	1.301.557	*Cn*	1.193.288	1.346.009
Ci	*3.147.006*	*2.728.632*	*Ca*	*3.147.006*	*2.728.632*

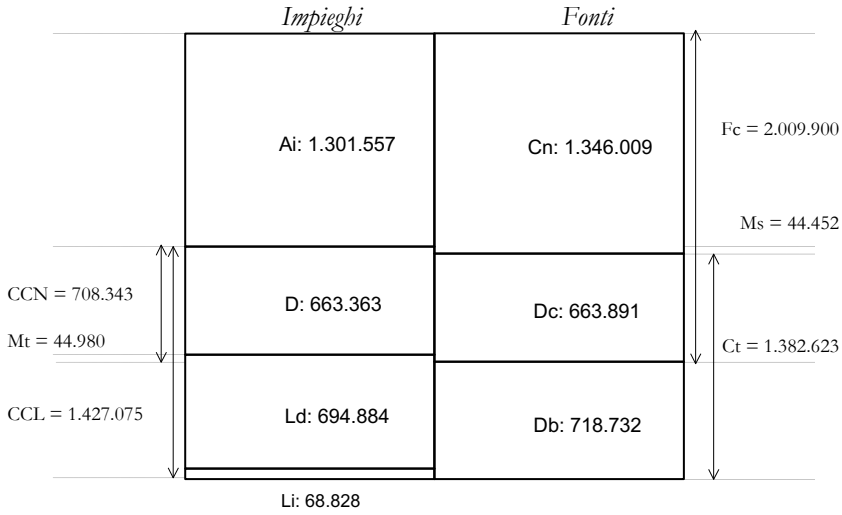
Di seguito vengono determinati e rappresentati graficamente i margini finanziario-patrimoniali:

Margini

		31.12.200n	*31.12.200n+1*
Ms	(Cn-Ai)	-590.221	44.452
CCN	(CCL-Db)	479.145	708.343
Mt	(Li+Ld-Db)	-147.630	44.980



Struttura finanziaria al 31/12/200n+1



8. La riclassificazione del conto economico

8.1. Dal conto economico "per natura" al conto economico "per destinazione".

Lo schema di conto economico dettato dalla normativa civilistica segue una classificazione dei costi per natura ed una forma di esposizione scalare con evidenza dei seguenti risultati intermedi:

- il risultato della gestione corrente, come differenza tra le voci "Valore della produzione" (A) e "Costi della produzione" (B), di cui si fornisce il dettaglio:
  - A) Valore della produzione:
    1) ricavi delle vendite e delle prestazioni;
    2) variazione delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti;
    3) variazione dei lavori in corso su ordinazione;
    4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni;
    5) altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio;
  - B) Costi della produzione:
    6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci;
    7) per servizi;
    8) per godimento di beni di terzi;
    9) per il personale:
       a. salari e stipendi;
       b. oneri sociali;

c. trattamento di fine rapporto;
d. trattamento di quiescenza e simili;
e. altri costi;

10) ammortamenti e svalutazioni:
    a. ammortamento delle immobilizzazioni immateriali;
    b. ammortamento delle immobilizzazioni materiali;
    c. altre svalutazioni delle immobilizzazioni;
    d. svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide;
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci;
12) accantonamenti per rischi;
13) altri accantonamenti;
14) oneri diversi di gestione;

- il risultato della somma algebrica tra proventi finanziari [proventi da partecipazioni (C.15) e altri proventi finanziari (C.16)] ed oneri finanziari [interessi ed altri oneri finanziari (C.17)];
- il risultato delle rettifiche di valore di attività finanziarie come somma algebrica tra rivalutazioni (D.18) e svalutazioni (D.19);
- il risultato della gestione straordinaria, come somma algebrica di proventi (E.20) ed oneri (E.21) straordinari;
- il risultato prima delle imposte;
- il risultato netto – utile o perdita – di esercizio.

Come può facilmente osservarsi, nel risultato della gestione corrente è presente una commistione di componenti di reddito tipici ed atipici.

Questi ultimi sono presenti, in particolare, nelle voci "Altri ricavi e proventi" (A.5) ed "Oneri diversi di gestione" (B.14).

Al fine di estrarre dal conto economico valori significativi per l'analisi della economicità e della redditività aziendale, è necessario riclassificare le voci in esso contenute ed ordinate per natura secondo criteri che considerino la destinazione degli investimenti (costi) e l'origine dei realizzi (ricavi).

Lo schema generale di riferimento è, infatti, il seguente:

Rt
– Ct
Ro
– Rexgfin
± Rexgpat
Rord
± Rexgstr
Rant

– Imposte
Rn

dove:

Rt, ricavi tipici netti, ossia ricavi ottenuti da operazioni di vendita di beni e servizi rientranti nella gestione caratteristica al netto di sconti, abbuoni e altre rettifiche;
Ct, costi tipici, ossia costi sostenuti per operazioni di acquisto di fattori produttivi della gestione caratteristica;
Ro, reddito operativo, è il risultato – positivo o negativo – della gestione tipica o caratteristica ottenuto dal confronto tra ricavi tipici netti (Rt) e costi tipici (Ct);
Rexgfin, risultato della extragestione finanziaria, è rappresentato dal complesso dei costi connessi al reperimento delle risorse necessarie a dare copertura al fabbisogno finanziario aziendale (interessi passivi, spese per emissioni azionarie ed obbligazionarie, oneri finanziari diversi, ecc.);[29]
Rexgpat, risultato della extragestione patrimoniale, è rappresentato dal complesso dei costi e dei ricavi sostenuti e conseguiti a seguito di operazioni di investimento accessorie rispetto allo scopo principale per il quale è stata istituita l'impresa, operazioni necessarie a dare un impiego remunerativo alle risorse monetarie temporaneamente eccedenti rispetto al fabbisogno finanziario della gestione tipica;
Rexgstr, risultato della extragestione straordinaria, è dato dalla somma algebrica dei componenti di reddito estranei agli ordinari accadimenti aziendali (minusvalenze e plusvalenze nonché sopravvenienze ed insussistenze attive e passive);
Rant, reddito anteimposte;
Imposte, si riferiscono alle sole imposte dirette sul reddito fiscalmente prodotto;
Rn, reddito netto, è l'utile o la perdita d'esercizio.

Per un confronto tra lo schema civilistico di conto economico, classificato "per natura", e lo schema risultante da una prima riclassificazione "per destinazione" si veda la figura n° 3.1.

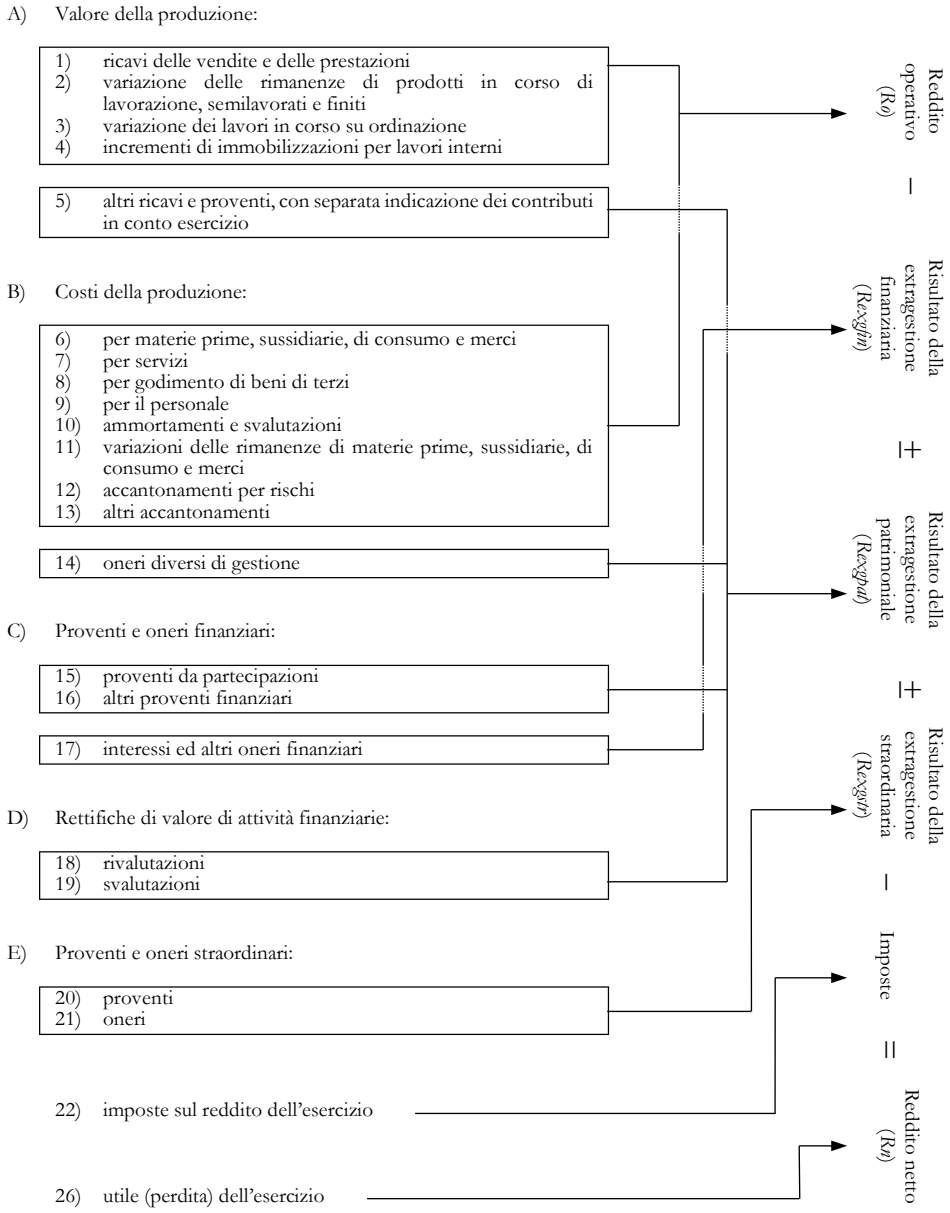
Dallo schema esposto, risultano le seguenti principali differenze tra i due modelli:

- gli "Altri ricavi e proventi" (A.5) e gli "Oneri diversi di gestione" (B.14) devono essere collocati nell'ambito della gestione patrimoniale (*Rexgpat*);
- i proventi della gestione finanziaria devono essere collocati nell'ambito della gestione patrimoniale (*Rexgpat*) così come gli oneri finanziari relativi agli investimenti che li hanno prodotti;
- gli altri oneri finanziari, ossia quelli correlati al reperimento dei mezzi finanziari esogeni necessari a dare copertura al fabbisogno finanziario vanno a formare il risultato della gestione finanziaria (*Rexgfin*).

[29] Nello schema qui proposto, avendo riguardo alla gestione finanziaria pura, il risultato in esame non può che essere negativo.

Il modello di riclassificazione del conto economico così ottenuto può essere sottoposto ad ulteriori classificazioni della parte riguardante il reddito della gestione caratteristica.

Figura n° 8.1: Dal conto economico "per natura" al conto economico "per destinazione"



Ferma restando la classe dei ricavi tipici netti (Rt), infatti, è possibile scomporre la classe dei costi tipici (Ct) secondo criteri diversi che conducono ad altrettanti modelli di riclassificazione.

L'analisi che segue prenderà in considerazione i seguenti, che, per la rilevanza dei risultati evidenziati, risultano essere i più significativi:

- modello di riclassificazione a "costo del venduto";

- modello di riclassificazione a “valore aggiunto”;
- modello di riclassificazione a “margine lordo di contribuzione”.

8.2. La riclassificazione a “costo del prodotto venduto”.

Tale ulteriore classificazione delle componenti del reddito operativo richiede dati di dettaglio che normalmente non possono essere desunti dal bilancio di esercizio. Ne deriva che le relative analisi sono generalmente precluse ai soggetti esterni all’impresa.

Fatte queste necessarie premesse, il modello di riclassificazione in esame viene generalmente riferito alle attività di produzione industriale; in tale ambito lo schema di riclassificazione in esame mira ad evidenziare il costo sostenuto per l’acquisto di materie e servizi confluiti nella produzione venduta nonché per la loro trasformazione fisico-tecnica.

Più in generale, distinguendo all’interno della catena del valore aziendale le attività primarie da quelle di supporto, è possibile riferire il costo del prodotto venduto alle sole attività primarie.

Nelle aziende industriali i costi tipici vengono, dunque, distinti nelle seguenti classi:

- costo del prodotto venduto (Cpv), , a sua volta composto da:
  - costo (consumo)[30] delle materie prime e sussidiarie (Cm)
  - costi per ammortamenti tecnici (Ca_t);
  - costi per lavoro tecnico (Cl_t);
  - costi per servizi tecnici (Cs_t);
- costi generali ed amministrativi (Cg&a);
- costi commerciali e distributivi (Cc&d);
- costi di ricerca e sviluppo (Cr&s).

Rt	
± PF	Cm
– Cpv	+ Ca_t
Mil	+ Cl_t
– Cg&a	+ Cs_t
– Cc&d	*Cpv*
– Cr&s	

[30] Il consumo è dato dalla seguente somma algebrica:

rimanenze iniziali
+ acquisti
– rimanenze finali
consumo

Si osservi che il riferimento alla sola produzione venduta è garantito dal rispetto del principio di competenza economica nella redazione del conto economico, per il quale, come è stato già osservato, i costi vengono correlati ai ricavi e gli uni e gli altri vengono imputati all’esercizio in cui si perfeziona l’operazione di vendita.

Ro
– Rexgfin
± Rexgpat
Rord
± Rexgstr
Rant
– Imposte
Rn

dove:

PF = variazione delle rimanenze di prodotti finiti (positiva se le rimanenze finali sono maggiori delle rimanenze finali, negativa nel caso contrario);

Mil = margine industriale lordo.

8.3. La riclassificazione a "valore aggiunto".

Per valore aggiunto aziendale si intende il contributo che l'azienda riesce a dare alla creazione di valore dell'intera filiera produttiva all'interno della quale è inserita, ossia il maggior valore che riesce a far percepire al mercato di sbocco dei propri prodotti rispetto al valore dei fattori acquisiti all'esterno della propria struttura produttiva.

Il valore aggiunto, pertanto, è dato dalla seguente equazione:

$$VA = Rt - Cest$$

dove:

VA = valore aggiunto;

Rt = ricavi della gestione tipica;

Cest= costi per acquisti esterni di materie e servizi (si tratta di una sottoclasse dei costi tipici).[31]

Il valore aggiunto, dunque, andrà a remunerare innanzitutto i fattori produttivi "interni" – lavoro, impianti, capitale – dopo di che la parte eventualmente residua sarà destinata a contribuzioni, incrementi patrimoniali, e l'ulteriore eventuale margine positivo rappresenterà il profitto aziendale.

Lo schema di riclassificazione del conto economico a valore aggiunto risulta, pertanto, essere il seguente:

[31] Con riferimento ad un'impresa manifatturiera possono essere elencate, tra i costi per acquisti esterni, le seguenti voci del conto economico: B.6. "per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci", B.7. "per servizi", B.8. "per godimento di beni di terzi", B.11. "variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci".

Rt	
± ΔPF	Cm
– Cest	± Δm
VA	+ Cs
– Lavoro	*Cest*
Mol	
– Ammortamenti	
– Accantonamenti	
Ro	
– Rexgfin	
± Rexgpat	
Rord	
± Rexgstr	
Rant	
– Imposte	
Rn	

dove:
Mol = margine operativo lordo;
Cm = costo delle materie (prime e sussidiarie);
Δm = variazione delle rimanenze di materie (prime e sussidiarie (positiva se le rimanenze finali sono maggiori delle rimanenze finali, negativa nel caso contrario);
Cs = costo dei servizi acquistati da terze economie;
Cest= costi per acquisti esterni.

Si può osservare che il margine operativo lordo può essere particolarmente significativo poiché è svincolato da eventuali politiche di bilancio che abbiano ad oggetto ammortamenti ed accantonamenti.

8.4. La riclassificazione a "margine lordo di contribuzione".

Rt
± ΔPF
– Cvt
Mc
– Cft
Ro
– Rexgfin
± Rexgpat
Rord
± Rexgstr
Rant

– Imposte
Rn

Dove:
Mc = margine lordo di contribuzione
Cvt = costi variabili tipici;
Cft = costi fissi tipici.

9. L'analisi dell'equilibrio finanziario/patrimoniale

9.1. I quozienti di composizione.

I quozienti di composizione esprimono l'incidenza delle singole classi degli impieghi e delle fonti attraverso la loro espressione percentuale rispetto il totale capitale investito/acquisito.

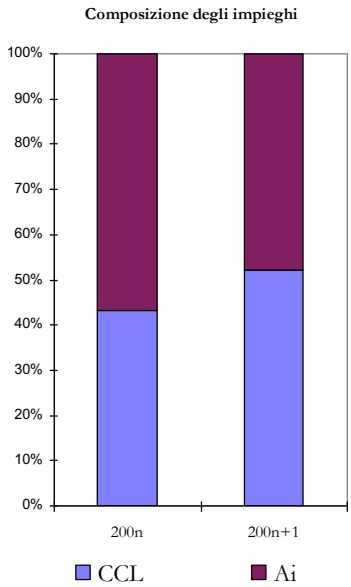
A titolo esemplificativo, si presentano i valori relativi all'impresa Alfa già proposti per i margini finanziari:

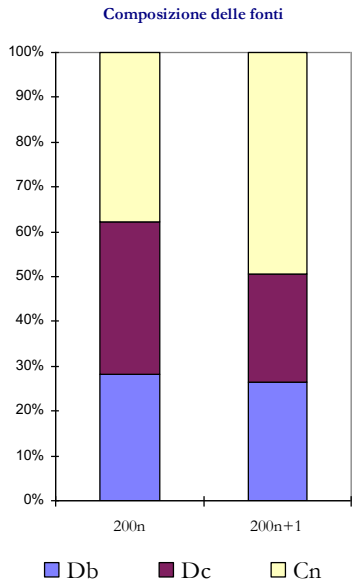
Struttura finanziaria Impresa Alfa

	impieghi			***fonti***	
	200n	*200n+1*		*200n*	*200n+1*
Li	60.156	68.828	Db	1.084.352	1.218.732
Ld	476.566	514.884	Dc	1.069.366	783.891
D	426.775	463.363	Cn	993.288	1.146.009
CCL	963.497	1.047.075			
Ai	2.183.509	2.101.557			
Ci	*3.147.006*	*3.148.632*	*Ca*	*3.147.006*	*3.148.632*

Rapporti di composizione

	impieghi			***fonti***	
	200n	*200n+1*		*200n*	*200n+1*
Li	1,91%	2,19%	Db	34,46%	38,71%
Ld	15,14%	16,35%	Dc	33,98%	24,90%
D	13,56%	14,72%	Cn	31,56%	36,40%
CCL	30,62%	33,25%			
Ai	69,38%	66,75%			
Ci	*100,00%*	*100,00%*	*Ca*	*100,00%*	*100,00%*





9.2. I quozienti di struttura finanziaria.

I quozienti più significativi per l'analisi dell'equilibrio finanziario-patrimoniale sono quelli che propongono confronti – rapporti – tra le seguenti grandezze:

- valori individuati all'interno degli impieghi;
- valori individuati all'interno delle fonti;
- valori appartenenti alle due distinte sezioni.

I principali quozienti di struttura finanziaria sono derivati dai margini già esposti, mantenendone, pertanto, il significato. Ciò nonostante, nelle analisi di bilancio vengono generalmente preferiti i quozienti rispetto ai margini perché i primi presentano il vantaggio di possedere le proprietà dei "numeri puri", ossia di grandezze depurate dall'influenza dell'unità di misura. Diventano, così, significativi i confronti spaziali – tra indici di imprese diverse – e temporali – tra indici della medesima impresa riferiti a diversi intervalli temporali –.

Dal capitale circolante netto viene derivato il rapporto corrente (*current ratio*):

$$\text{Rapporto Corrente} = \frac{Li + Ld + D}{Db}$$

$$CCN > 0 \rightarrow \text{Rapporto corrente} > 1$$

Dal margine di tesoreria viene derivata la prova acida (*acid test*):

$$\text{Acid test} = \frac{Li + Ld}{Db}$$

$$Mt > 0 \rightarrow \text{Acid test} > 1$$

Attraverso un'ulteriore modifica del numeratore, ossia escludendo le liquidità differite, viene definito il *quick ratio*:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{Li}{Db}$$

Dal margine di struttura viene derivato il grado di copertura dell'attivo immobilizzato:

$$\text{Grado di copertura dell'attivo immobilizzato} = \frac{Cn}{Ai}$$

$$Ms > 0 \rightarrow \text{Grado di copertura dell'attivo immobilizzato} > 1$$

A quelli appena esposti si aggiunge un altro indicatore estremamente significativo che, ponendo un confronto tra il totale del capitale investito (o capitale acquisito) ed il capitale legato all'azienda da vincoli di proprietà, esprime il grado di dipendenza finanziaria dell'impresa. Tale indicatore viene comunemente denominato *leverage*:

$$\text{Leverage} = \frac{Ci}{Cn}$$

Maggiore è il livello del *leverage* – ossia dell'incidenza dell'indebitamento sul totale delle risorse finanziarie acquisite – maggiore è la dipendenza dell'azienda dai finanziatori e dai fornitori.

Analogamente, indicatori che esprimono l'indipendenza finanziaria (ossia la medesima informazione del *leverage* in una diversa forma) sono i seguenti:

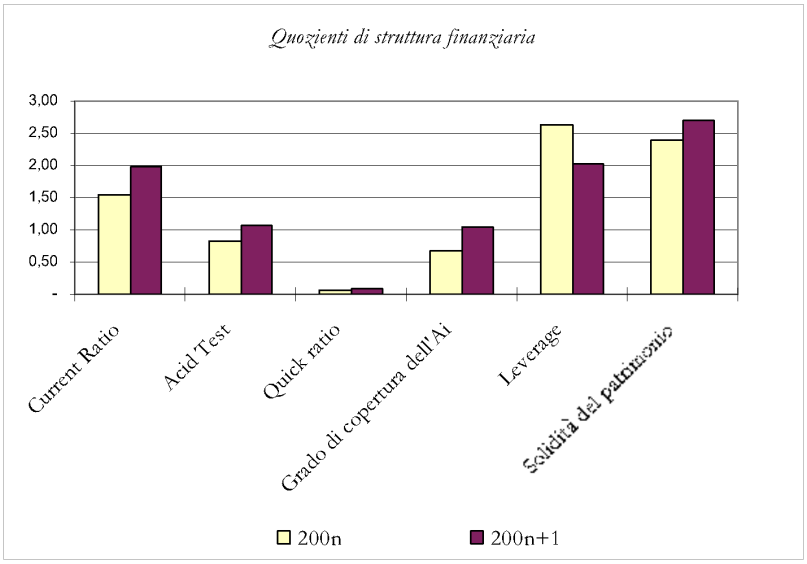
$$\frac{Cn}{Ct} \quad e \quad \frac{Cn}{Ci}$$

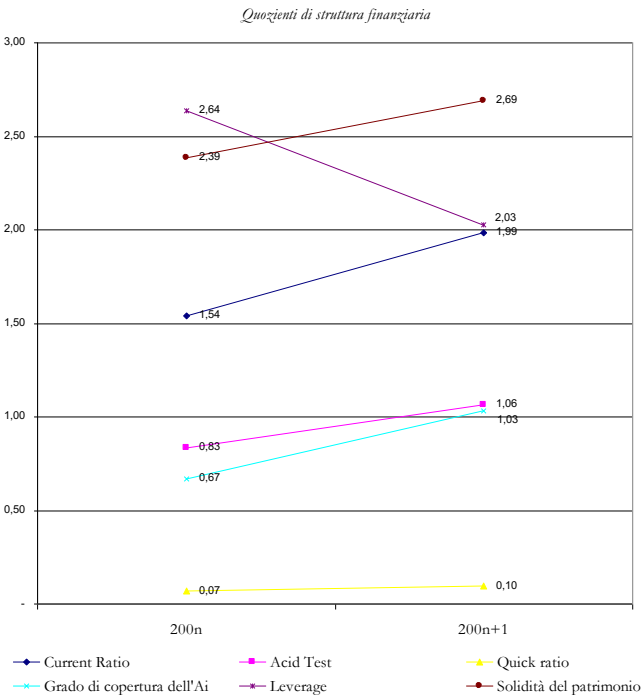
Sulla stessa linea può essere collocato il quoziente di solidità del patrimonio che, rapportando il capitale netto al capitale sociale (CS), fornisce una misura del grado di autofinanziamento effettuato dall'impresa:

$$\textit{Solidità del patrimonio} = \frac{Cn}{CS}$$

Riprendendo i valori dell'esempio già proposto (impresa Alfa) si determinano i seguenti quozienti di struttura finanziaria:

Quozienti di struttura finanziaria		*200n*	*200n+1*
Current Ratio	CCL / Db	1,54	1,99
Acid Test	(Li + Ld) / Db	0,83	1,06
Quick ratio	Li / Db	0,07	0,10
Grado di copertura dell'Ai	Cn / Ai	0,67	1,03
Leverage	Ci / Cn	2,64	2,03
Solidità del patrimonio	Cn/Cs	2,39	2,69





9.3. I quozienti relativi al ciclo finanziario.

I quozienti appena analizzati, benché possano essere corretti attraverso valori medi di periodo, hanno il grave limite della staticità. Al fine di rilevare la situazione finanziaria nella sua dinamica, si possono considerare gli indicatori del ciclo finanziario.

Il primo indicatore da analizzare è rappresentato dalla velocità di circolazione del capitale investito (V_c) (o *Turnover*):

$$V_c = \frac{Rt}{Ci}$$

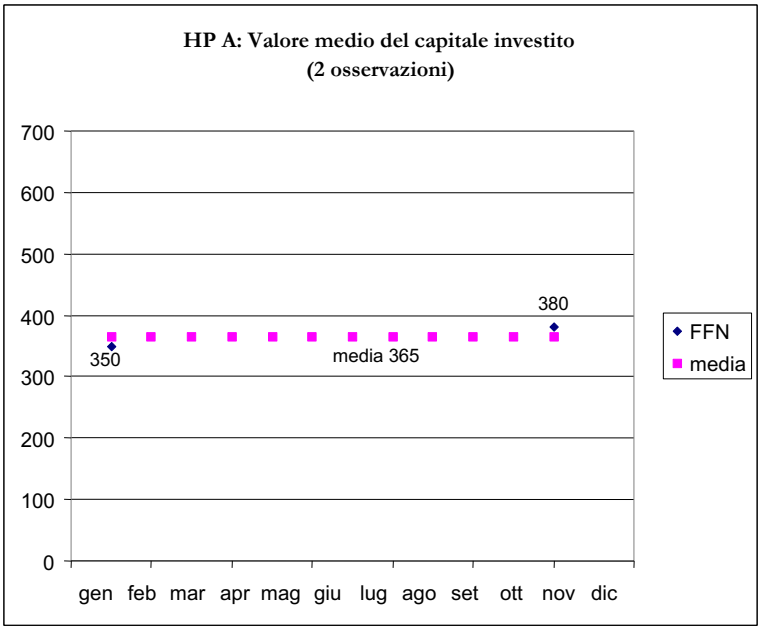
La velocità di circolazione – o tasso di rotazione – degli investimenti indica il numero delle volte in cui l'intero capitale mediamente investito viene rigenerato attraverso le vendite o, da un diverso punto di osservazione, il ricavo medio per unità di investimento.

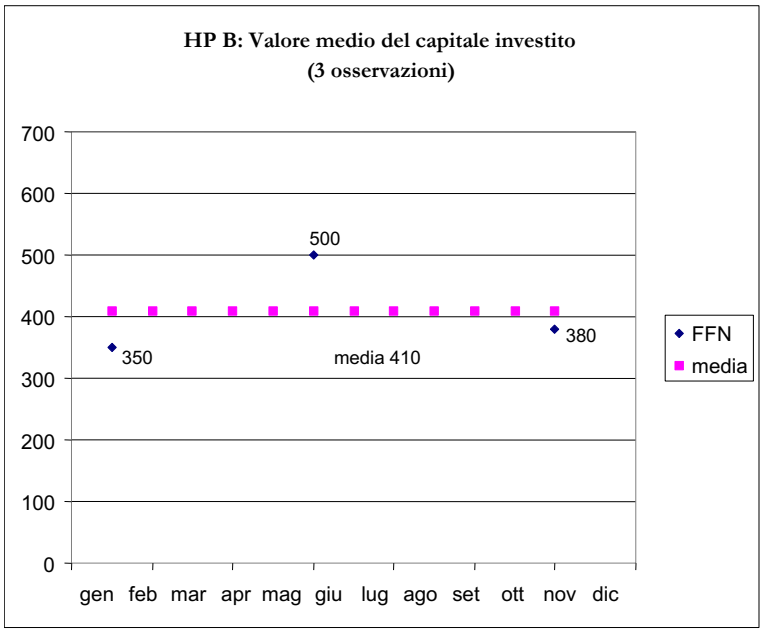
È opportuno osservare che, mentre al numeratore di tale quoziente figurano grandezze-flusso, al denominatore vengono impiegate grandezze-fondo. A garanzia della significatività

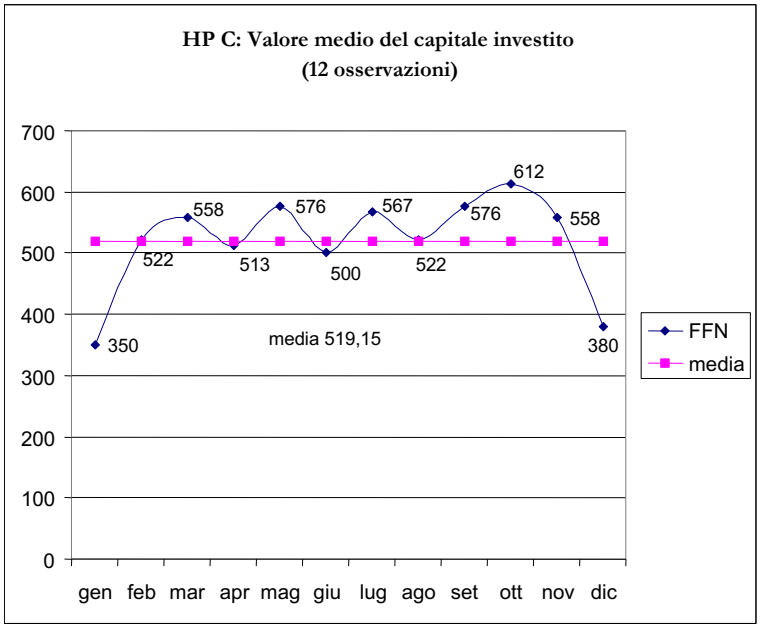
dei valori ottenuti, il confronto tra i primi ed i secondi impone che i primi vengano considerati attraverso le medie di periodo.

Si osserva, inoltre, che le determinazioni saranno tanto più attendibili quanto più numerose saranno le osservazioni effettuate nel periodo considerato.

A titolo esemplificativo, si considerino le seguenti 3 situazioni:







Si osserva che, di fronte al medesimo andamento del fabbisogno finanziario netto, il numero delle osservazioni modifica la media ottenuta (chiaramente la media maggiormente attendibile è quella ottenuta nella situazione C).

Un altro quoziente particolarmente significativo relativo al ciclo monetario è rappresentato dalla velocità di endofinanziamento (V_e) già introdotta in tema di fabbisogno finanziario netto (§ 1.1.3):

$$V_e = \frac{\Delta Ct_x\text{-}t_{x+1}}{\Delta C \text{ in attesa di realizzo}}$$

Il ciclo monetario si definisce come il periodo di tempo che separa in media l'uscita monetaria, causata dall'acquisto dei fattori produttivi, dall'entrata monetaria, legata alla vendita dei prodotti finiti.

In generale, prendendo come riferimento l'anno, il tempo di giacenza media di un qualsiasi fondo (espresso in giorni) si misura moltiplicando per 365 il rapporto tra la consistenza media del fondo medesimo ed il totale del flusso misurato nell'anno:

$$\text{Tempo di giacenza media di un fondo} = \frac{(Ri_{fondo} + Rf_{fondo})/2}{\text{Flusso del fondo}} \; 365$$

dove:
Ri_{fondo} = rimanenza iniziale del fondo;
Rf_{fondo} = rimanenza finale del fondo.

Il ciclo monetario complessivo, dunque, può essere stimato direttamente, moltiplicando per 365 il rapporto tra la media del fabbisogno finanziario netto (FFN) del periodo e il fabbisogno finanziario lordo del periodo medesimo (FFL), ovvero indirettamente, attraverso la somma algebrica dei tempi di giacenza media delle scorte, dei crediti e dei debiti di funzionamento oltre che del periodo di produzione:

a) determinazione diretta:

$$Ciclo\ monetario = \frac{(FFNt_x + FFNt_{x+1})/2}{FFLt_x\text{-}t_{x+1}} 365$$

dove:
t_x e t_{x+1} = istanti di riferimento;
FFN = fabbisogno finanziario netto;
FFL = fabbisogno finanziario lordo;

b) determinazione indiretta:

$$Ciclo\ monetario = \begin{array}{c} Tempo\ di\ giacenza\ media\ delle\ materie\ prime\ in\ magazzino \\ - \\ Tempo\ di\ giacenza\ media\ dei\ debiti\ di\ funzionamento \\ + \\ Lead\ time\ (tempo\ di\ produzione) \\ + \\ Tempo\ di\ giacenza\ media\ dei\ prodotti\ finiti\ in\ magazzino \\ + \\ Tempo\ di\ giacenza\ media\ dei\ crediti\ di\ funzionamento \end{array}$$

dove:

$$Tempo\ di\ giacenza\ media\ delle\ materie\ prime[32] = \frac{(Ri_{MP} + Rf_{MP})/2}{Consumi} 365$$

[32] Un procedimento analogo vale per materie sussidiarie, prodotti in corso di lavorazione e semilavorati.

$$Consumi = Ri_{MP} + acquisti - Rf_{MP}$$

con:
Ri_{MP} = rimanenze iniziali di materie prime;
Rf_{MP} = rimanenze finali di materie prime.

$$\textit{Tempo di giacenza media dei debiti di funzionamento} = \frac{\textit{Debiti di funzionamento}}{\textit{Costi di acquisto}} 365$$

$$\textit{Lead time} = \frac{(Ri_{Sem\&WIP} + Rf_{Sem\&WIP})/2}{\textit{Costi della produzione}} 365$$

con:
$Ri_{Sem\&WIP}$ = rimanenze iniziali di semilavorati e prodotti in corso di lavorazione (*work in process*);
$Rf_{Sem\&WIP}$ = rimanenze finali di semilavorati e prodotti in corso di lavorazione.

Nella determinazione del costo di produzione, generalmente si impiega il costo industriale che, come si è visto, richiede una riclassificazione del conto economico a costo del venduto.

$$\textit{Tempo di giacenza media dei prodotti finiti} = \frac{(Ri_{PF} + Rf_{PF})/2}{\textit{Costi della produzione}} 365$$

con:
Ri_{PF} = rimanenze iniziali di prodotti finiti;
Rf_{PF} = rimanenze finali di prodotti finiti.

$$\textit{Tempo di giacenza media dei crediti di funzionamento} = \frac{(C_{fun}t_x + C_{fun}t_{x+1})/2}{\textit{Ricavi di vendita}} \; 365$$

con:
$C_{fun}t_x$ = crediti di funzionamento esistenti all'inizio del periodo considerato;
$C_{fun}t_{x+1}$ = crediti di funzionamento esistenti alla fine del periodo considerato.

* * * * *

A titolo esemplificativo, si consideri l'esempio sul fabbisogno finanziario netto e sul fabbisogno finanziario lordo presentato nel § 3.1.1:

1° livello	$\mathbf{FFN_1}$ = Iar	=	9.000+440	=	9.440
	$\mathbf{Ve_1}$ = FFL/FFN_1	=	14.615/9.440	=	1,548
2° livello	$\mathbf{FFN_2}$ = FFN_1 + Cfu	=	9.440+835	=	10.275
	$\mathbf{Ve_2}$ = FFL/FFN_2	=	14.615/10.275	=	1,422
3° livello	$\mathbf{FFN_3}$ = FFN_2 + Sl	=	10.275+3.000	=	13.275

Prendendo in considerazione la configurazione intermedia del fabbisogno finanziario netto (quella di secondo livello – FFN_2) e considerando un valore iniziale del fabbisogno medesimo pari a 9.920 €, il ciclo monetario complessivo può essere direttamente determinato nel modo seguente:

$$\textit{Ciclo monetario} = \frac{(9.920 + 10.275)/2}{14.615} \; 365 = 252{,}18 \text{ gg.}$$

Si osservi che il ciclo monetario corrisponde all'inverso della velocità di endofinanziamento (V_e).

10. L'analisi dell'equilibrio economico

10.1. I quozienti di efficienza.

Accanto alle analisi di bilancio è indispensabile l'analisi dl mercato in cui opera l'impresa in termini di consumi, concorrenza, prezzi, prospettive di crescita, ecc.

Si è detto che l'impresa si trova in condizioni di equilibrio economico quando realizza una adeguata correlazione tra il flusso dei costi ed il flusso dei ricavi generati dalla gestione tipica, ossia quando ottiene un adeguato livello di economicità:[33]

$$Economicità = \frac{Rt}{Ct}$$

e che l'economicità è il prodotto del grado di efficienza interna ed esterna aziendale (si veda la figura n° 1.6, § 1.1.1).

in questa sede è opportuno ricordare che i quozienti di efficienza (interna) sono ottenuti rapportando quantità di output a quantità di input del processo produttivo.

Prima di passare agli indicatori di economicità, si possono, inoltre, considerare alcuni indicatori che, confrontando quantità fisiche a quantità monetarie, rappresentano una via intermedia tra gli indicatori di efficienza e quelli di economicità. Di seguito si riportano alcuni indicatori fisico-monetari tra i più significativi:

- fatturato per dipendente;
- costo per dipendente;
- valore aggiunto per dipendente.

10.2. I quozienti di economicità: il ROS.

La seguente relazione:

$$Economicità = \frac{Rt}{Ct}$$

[33] Dove:
Rt = ricavi della gestione tipica;
Ct = costi della gestione tipica.

può essere riespressa – con un significato del tutto analogo – nel seguente modo:

$$Economicità = \frac{Ct}{Rt}$$

Considerando che i costi tipici (Ct) sono dati dalla somma algebrica delle seguenti classi di costo:

- costo del prodotto venduto (Cpv);
- costi commerciali e di distribuzione (Cc&d);
- costi generali e amministrativi (Cg&a);
- costi di ricerca e sviluppo (Cr&s);

è possibile ricavare una prima classe di indicatori di economicità rapportando tali singole classi di costo ai ricavi tipici:

$$\frac{Cpv}{Rt} + \frac{Cdis}{Rt} + \frac{Camm}{Rt} + \frac{Cr\&s}{Rt} = \frac{Ct}{Rt}$$

Considerando poi che il costo del prodotto venduto è il risultato della somma algebrica delle seguenti ulteriori componenti di costo:

- costo delle materie (Cm);
- costo del lavoro tecnico (Cl_t);
- costo degli ammortamenti tecnici (Ca_t);
- costo dei servizi tecnici (Cs_t);

è possibile scomporre ulteriormente il primo indicatore di economicità nel seguente modo:

$$\frac{Cm}{Rt} + \frac{Cl_t}{Rt} + \frac{Ca_t}{Rt} + \frac{Cs_t}{Rt} = \frac{Cpv}{Rt}$$

Infine, è possibile considerare – con un significato del tutto analogo all'indicatore di economicità già individuato, in quanto di valore speculare – il complemento ad 1 della relazione Ct/Rt. La relazione in esame può essere espressa nel seguente modo:

$$Economicità = 1 - \frac{Ct}{Rt}$$

È possibile riscrivere l'equazione nella seguente forma:

$$Economicità = \frac{Rt - Ct}{Rt}$$

e ancora:

$$Economicità = \frac{Ro}{Rt}$$

Tale indicatore di economicità esprime la frazione delle vendite che resta all'impresa in termini di reddito operativo; si parla, pertanto, di redditività delle vendite (*Return On Sales* – ROS):

$$ROS = \frac{Ro}{Rt}$$

A titolo esemplificativo, si considerino i seguenti valori del conto economico (riclassificato a "costo del venduto") dell'impresa Alfa:

Conto Economico Riclassificato impresa Alfa

		Esercizio 200n	Esercizio 200n+1
		-	-
Rimanenze iniziali PF		166.190	268.035
Vendite		2.825.236	3.007.944
Rimanenze finali PF		110.794	238.253
Ricavi netti di vendita	Rt	**2.769.839**	**2.978.162**
Rimanenze iniziali MP e WIP		28.039	50.266
Acquisti di MP		462.649	564.102
			-
Rimanenze finali MP e WIP		- 23.366	55.852
Consumi di MP e WIP		467.322	558.516
		-	-
Consumi di materie	Cm	467.322	558.516
		-	-
Costi degli amm.ti tecnici	Ca_t	160.516	117.140
		-	-
Costo del lavoro tecnico	Cl_t	841.179	964.710
		-	-
Costo dei servizi tecnici	Cs_t	116.830	152.323
		-	
Costo del prodotto venduto	Cpv	**1.585.847**	**- 1.792.689**
Margine industriale lordo	**Mil**	**1.183.992**	**1.185.473**
		-	
Costi generali e amministrativi	Cg&a	**420.590**	**- 431.581**
		-	
Costi commerciali e distributivi	Cc&d	**233.661**	**- 279.258**

Costi di ricerca e sviluppo	Cr&s	- 96.511	- 35.183
Reddito operativo	**Ro**	**433.230**	**439.451**
Ris. gest. finanziaria	Rexgfin	**-92.188**	**-78.312**
Ris. gest. Patrimoniale	Rexgpat	**-636**	**-568**
Ris. gest. straordinaria	Rexgstr		**1.211**
Reddito Anteimposte	**Rant**	**340.406**	**361.782**
Imposte	Imp	**-89.742**	**-102.923**
Reddito netto	**Rn**	**250.664**	**258.859**

Si possono determinare i seguenti rapporti di economicità:

Economicità

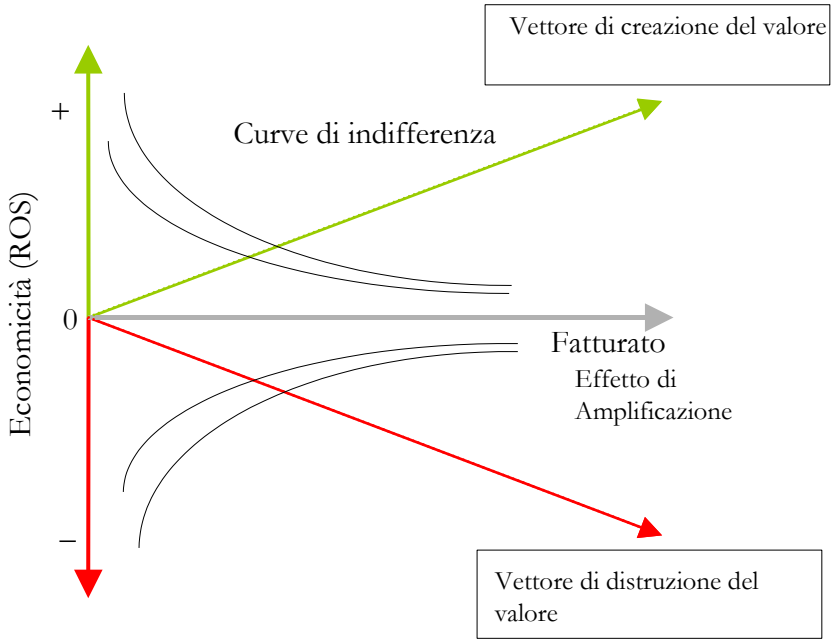
	200n	*200n+1*	*variazione assoluta*	*variazione percentuale*
Ct	2.336.609	2.538.711	202.102	8,65%
Rt	2.769.839	2.978.162	208.323	7,52%
Ct/Rt	84,36%	85,24%	**0,89%**	1,05%
Cm/Rt	16,87%	18,75%	1,88%	11,15%
Ca_t/Rt	5,80%	3,93%	-1,86%	-32,13%
Cl_t/Rt	30,37%	32,39%	2,02%	6,66%
Cs_t/Rt	4,22%	5,11%	0,90%	21,26%
Cpv/Rt	57,25%	60,19%	2,94%	5,14%
Cg&a/Rt	15,18%	14,49%	-0,69%	-4,56%
Cc&d/Rt	8,44%	9,38%	0,94%	11,15%
Cr&s/Rt	3,48%	1,18%	-2,30%	-66,10%
ROS	15,64%	14,76%	**-0,89%**	-5,66%

Si osserva che il peggioramento del rapporto di economicità dal periodo 200n a quello 200n+1 (in termini assoluti par a 0,89%) è dovuto, in primo luogo, ad un incremento dell'incidenza del costo del prodotto venduto e dei costi commerciali sui ricavi e che la causa della variazione del costo del prodotto venduto va ricercata in un incremento dell'incidenza dei costi delle materie, del lavoro tecnico e dei servizi tecnici; mentre si assiste ad una riduzione dell'incidenza del costo per gli ammortamenti tecnici.

Ai fini di una comparazione economica dei prodotti o dei clienti di un'impresa, può essere utile un'analisi grafica che illustri il posizionamento dei singoli prodotti/clienti rispetto alle variabili ROS (redditività delle vendite) e Rt (fatturato)[34] (si veda la figura n° 5.1); la comparazione è resa più agevole dalla definizione delle curve di indifferenza.

Figura n° 10.1: Comparazione economica dei prodotti/clienti e curve di indifferenza

[34] Un'ulteriore rappresentazione significativa può essere quella che pone a confronto il ROS al volume produttivo (Q).



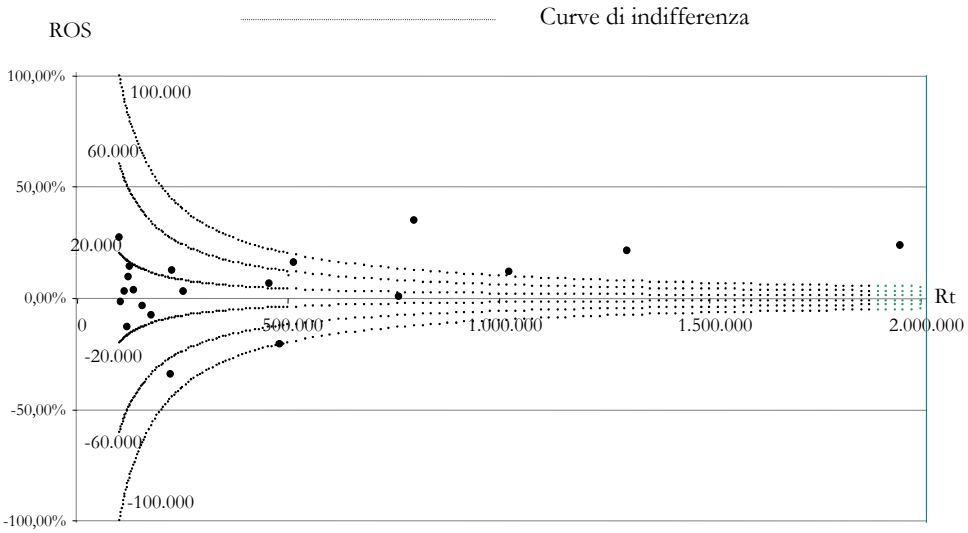
Le curve di indifferenza sono ottenute per livelli di reddito operativo costanti:

$$ROS \times Rt = Ro = costante$$

Ciò vuol dire che ciascun punto su una curva di indifferenza è equivalente in quanto contribuisce in pari misura alla determinazione del risultato operativo.

La collocazione sul grafico dei prodotti o dei clienti dà indicazioni sul loro posizionamento strategico (prodotto/cliente rilevante per livello di economicità e/o di fatturato).

Nell'esempio che segue sono state disegnate sei curve di indifferenza per livelli di reddito operativo pari a –100.000, -60.000, - 20.000, 20.000, 60.000 e 100.000; con i punti in grassetto sono indicati i risultati analitici di differenti prodotti:



11. L'analisi dell'equilibrio aziendale

11.1. Dalla economicità alla redditività: il ROI e il ROA.

Abbiamo già introdotto il quoziente di economicità attraverso il quale misurare la frazione del fatturato che rappresenta per l'impresa di reddito operativo e lo abbiamo denominato ROS (*Return On Sales*):

$$ROS = \frac{Ro}{Rt}$$

La possibilità di tradurre tale misura della economicità aziendale in redditività della gestione operativa dipende dalla velocità con cui il capitale investito viene rigenerato attraverso le vendite:

$$(Vc) = \frac{Rt}{Ci}$$

dove:
Rt = ricavi tipici o fatturato;

Ci = capitale investito.

Si considerino, a titolo esemplificativo, i seguenti valori:

	ipotesi A	*ipotesi B*
Rt	100	320
Ct	60	280
Ro	40	40
Ci	160	160
ROS	40,00%	12,50%
Vc	62,50%	200,00%

Nel primo caso, di fronte ad un livello di economicità aziendale piuttosto elevato (40%), si assiste ad una lenta rotazione del capitale investito (i ricavi di vendita consentono il recupero degli investimenti in 1,6 periodi di riferimento); nel secondo, di contro, a fronte di un livello di economicità piuttosto contenuto (12,5%), si assiste ad una rapida rigenerazione del capitale investito (i ricavi di vendita consentono il recupero degli investimenti in ½ periodo di riferimento).

Le due situazioni esposte rappresentano due diversi modi (politiche aziendali) atti a raggiungere lo stesso livello di redditività operativa:

A) bassa rotazione del capitale investito ed elevati margini sulle vendite;
B) bassi margini con elevata rotazione.

La redditività operativa (*Return On Investment* – ROI), infatti, si ottiene dal prodotto della economicità per la velocità di circolazione del capitale investito che viene, dunque, a rappresentare un fattore di amplificazione (se > 1) o di compressione (se < 1) della economicità stessa.

$$ROI = \frac{Ro}{Rt} \quad \frac{Rt}{Ci} = \frac{Ro}{Ci}$$

A ben vedere, per garantire l'esatta correlazione tra il valore al numeratore e il valore al denominatore, il ROI dovrebbe essere più correttamente determinato nel seguente modo:

$$ROI = \frac{Ro}{Ci_o}$$

con

$$Ci_o = Ci - Ci_{exg} - Ci_{Li}$$

dove:
Ro = reddito operativo;
Ci = capitale complessivamente impiegato;
Ci_o = capitale investito nella gestione operativa;
Ci_{exg} = capitale investito nelle extragestioni;
Ci_{Li} = scorte liquide (estranee a qualsiasi forma di investimento).

Ne consegue che la relazione *Ro/Ci* approssima adeguatamente il ROI solo a condizione che le gestioni accessorie e le disponibilità liquide siano non rilevanti.

Diversamente, il capitale complessivamente investito può essere correttamente impiegato al denominatore di un quoziente che indichi la redditività delle risorse complessivamente impiegate nell'attività aziendale. Tale quoziente viene denominato *Return On Assets* (ROA):

$$ROA = \frac{EBIT}{Ci}$$

Dove EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*) = *Ro ± Rexgpat ± Rexgstr*.

In conclusione, è opportuno ricordare che, mentre al numeratore dei quozienti di redditività figurano grandezze-flusso, al denominatore vengono impiegate grandezze-fondo. Come è già stato osservato, il confronto tra i primi ed i secondi impone, a garanzia della significatività dei valori ottenuti, che le seconde vengano considerati attraverso le medie di periodo.

11.2. La redditività netta aziendale: il ROE.

Se il ROA esprime la redditività delle risorse complessivamente investite nell'attività aziendale e il ROI la redditività del capitale investito nella gestione caratteristica, un ulteriore indicatore che sintetizzi la capacità di reddito dell'impresa può essere quello che misura la redditività del capitale di proprietà o capitale netto.

Tale redditività, che chiameremo redditività netta, viene misurata attraverso il *Return On Equity* (ROE):

$$ROE = \frac{Rn}{Cn}$$

Il ROE varia in funzione delle seguenti variabili:

- redditività operativa;
- incidenza delle gestioni accessorie;
- grado di indebitamento (leverage).

Si può, infatti, osservare che il ROE è scomponibile nel seguente prodotto:

$$ROE = \frac{Rn}{Cn} = \frac{Ro}{Ci} \quad \frac{Ci}{Cn} \quad \frac{Rn}{Ro}$$

dove:

Ro/Ci = ROI;
Ci/Cn = leverage;
Rn/Ro = incidenza delle gestioni accessorie; tale indicatore assume i seguenti valori di riferimento:

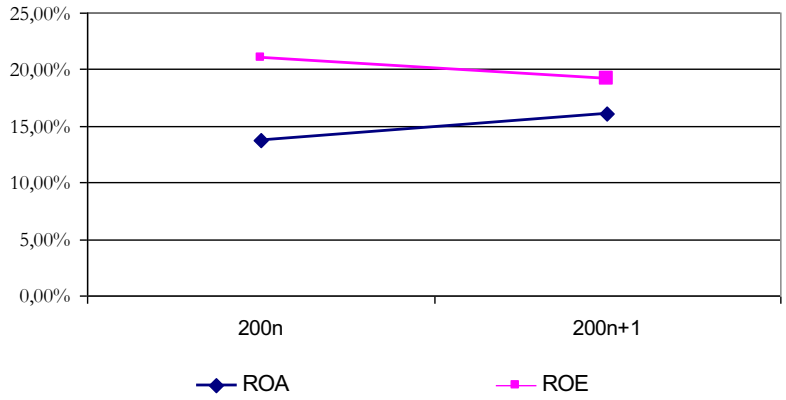
- vale 1 quando le gestioni accessorie (comprendenti anche le imposte) sono ininfluenti;
- è > 1 quando le gestioni accessorie amplificano il reddito operativo;
- è < 1 quando le gestioni accessorie comprimono il reddito operativo.

Riprendendo ancora una volta i valori della struttura finanziaria e del conto economico riclassificato a "costo del prodotto venduto" dell'impresa Alfa, si determinano i seguenti quozienti di redditività corredati dai quozienti cui sono legati da rapporti di derivazione:

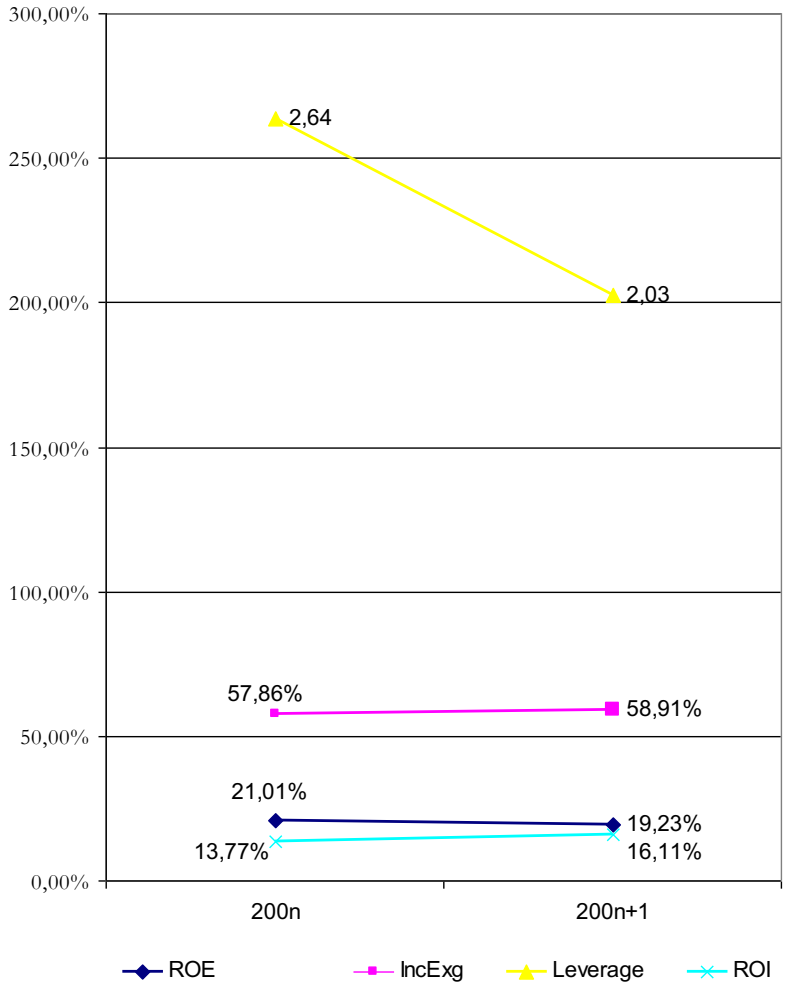
Quozienti di redditività

	200n	*200n+1*	*variazione assoluta*	*variazione percentuale*
ROA	13,75%	16,13%	2,38%	17,33%
ROE	21,01%	19,23%	-1,77%	-8,45%
IncExg	57,86%	58,91%	1,05%	1,81%
Leverage	2,64	2,03	- 0,61	-23,13%
ROI	13,77%	16,11%	2,34%	16,99%
Vc	88,02%	109,14%	21,13%	24,01%
ROS	15,64%	14,76%	-0,89%	-5,66%
ROE_{ant}	28,53%	26,88%	-1,65%	-5,78%
$IncExg_{ant}$	78,57%	82,33%	3,75%	4,78%

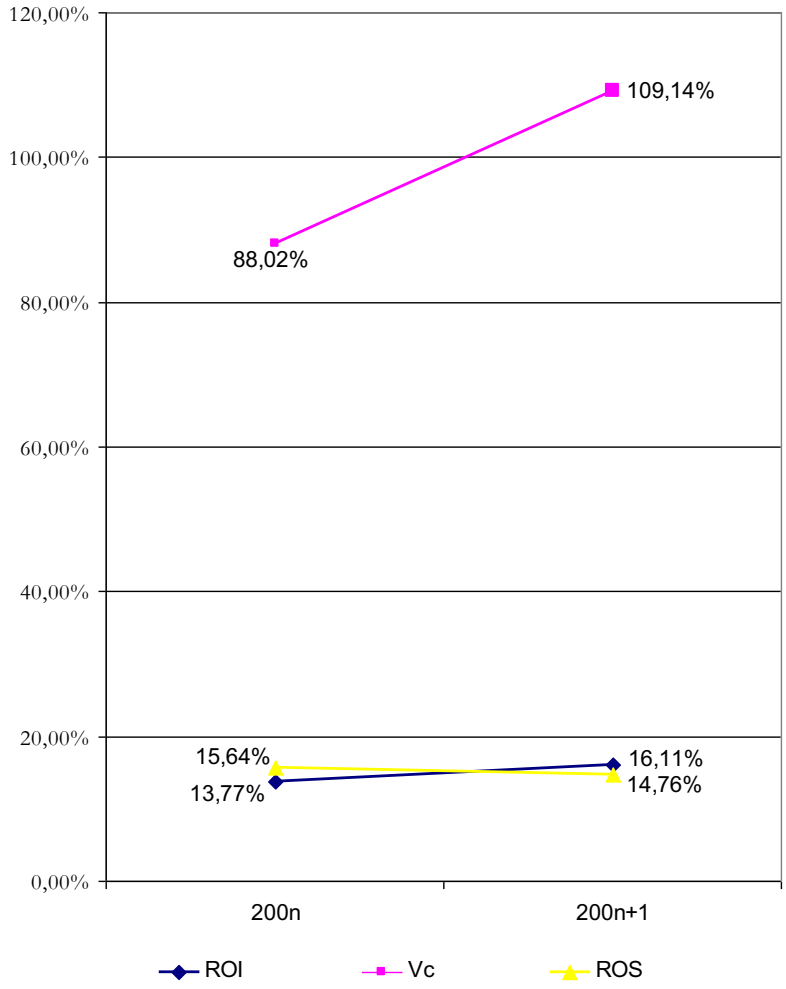
ROA e ROE



Scomposizione del ROE



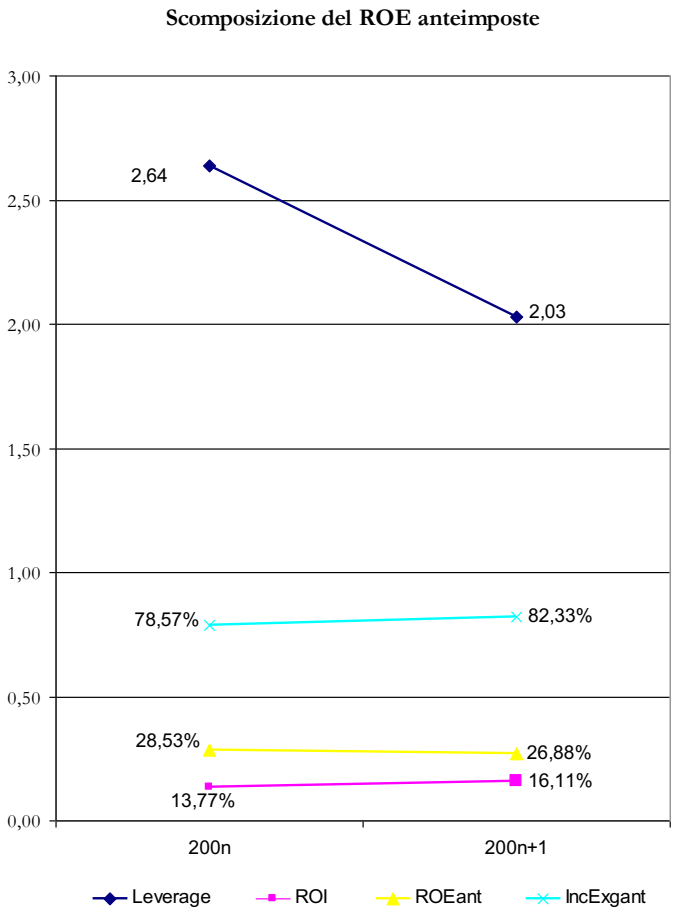
Scomposizione del ROI



Si osserva, inoltre, che in considerazione della esogeneità delle imposte sul reddito, può essere significativo determinare anche il ROE anteimposte:

$$ROE_{ant} = \frac{Rant}{Cn} = \frac{Ro}{Ci} \quad \frac{Ci}{Cn} \quad \frac{Rant}{Ro}$$

Dove *Rant* rappresenta il reddito netto prima delle imposte.



Così come per gli altri quozienti, l'interpretazione del ROE richiede un confronto spaziale (indicatori di imprese diverse operanti nello stesso settore) ovvero temporale (indicatori della stessa impresa determinati con riferimento a periodi diversi).

Un modo per effettuare confronti temporali significativi del ROE è quello di considerare la seguente relazione:[35]

$$ROE_{n+1} = ROE_n \frac{ROI_{n+1}}{ROI_n} \frac{Lev_{n+1}}{Lev_n} \frac{IncExg_{n+1}}{IncExg_n}$$

dove:

[35] Si osservi che l'uguaglianza, anche se sempre verificata, assume significatività solo a condizione che se i valori del ROI, del *Leverage* e dell'incidenza delle gestioni accessorie siano positivi.

$_{n\ e\ n+1}$ = periodi di riferimento;
Lev = *leverage*;
IncExg = incidenza delle gestioni accessorie.

Così, nell'esempio considerato, l'equazione:

$$ROE_{n+1} = 21{,}01\% \times 116{,}99\% \times 76{,}87\% \times 101{,}81\% = 19{,}23\%$$

indica che la variazione del ROE da 0,21 a 0,19 è dovuta al contempo alle seguenti variazioni:

- ROI + 16,99%;
- Lev – 23,13%;
- IncExg +1,81%.

11.3. La leva finanziaria

Scopo della presente analisi è conoscere l'impatto prodotto dalla composizione delle fonti di finanziamento – espressa appunto dal leverage – sulla redditività netta aziendale – misurata attraverso il ROE – ossia evidenziare l'effetto di "moltiplicazione" prodotto dal grado di indebitamento sulla redditività netta rispetto a quella operativa.

Per spiegare tale relazione, è possibile partire dalla relazione del reddito netto:

1] $Rn = Ro - Rexgfin \pm Rexgpat \pm Rexgstr - Imposte$

---

in considerazione della loro esogeneità rispetto agli obiettivi dell'analisi, vengono ipotizzate costanti ed escluse dalla relazione le seguenti componenti del reddito netto:

- Rexgpat;
- Rexgstr;
- Imposte;

per cui la [1] può essere riscritta nel modo seguente:

2] $Rn = Ro - Rexgfin$

---

considerando, inoltre, che:

$$ROI = Ro/Ci \rightarrow Ro = ROI \times Ci;$$

e che

$$Rexgfin = i(Ct) = i(Ci\text{-}Cn);$$

dove:

i = "prezzo" medio dell'indebitamento;
Ct = capitale di terzi (o indebitamento);
Cn = capitale netto (o proprio);
Ci = capitale investito = Cn + Ct;

è possibile riscrivere la [2] nel seguente modo:

$$Rn = ROI \times Ci - i\,(Ci - Cn)$$

$$Rn = ROI \times Ci - i\,Ci + i\,Cn$$

3] $$Rn = Ci\,(ROI - i) + i\,Cn$$

A questo punto è possibile dividere entrambi i membri dell'equazione per il capitale netto (Cn), in modo da ottenere nel lato sinistro dell'equazione il ROE:

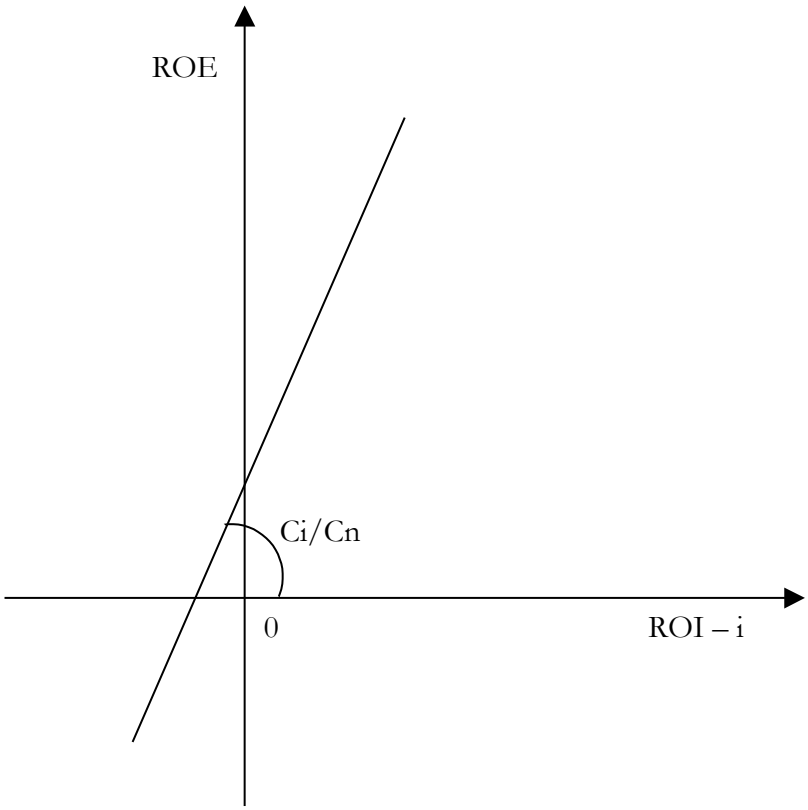
4] $$ROE = \frac{Rn}{Cn} = \frac{Ci}{Cn}\,(ROI - i) + i$$

È questa la relazione che lega la leva finanziaria semplice – *leverage* – alla redditività del capitale netto; relazione cui si è giunti – occorre ricordarlo – sotto le seguenti ipotesi:

Rexgpat = 0
Rexgstr = 0
Imposte = 0

È possibile rappresentare graficamente l'equazione [4] come illustrato nella figura n° 6.1.

Figura n° 6.1: Analisi della leva finanziaria (prima rappresentazione)

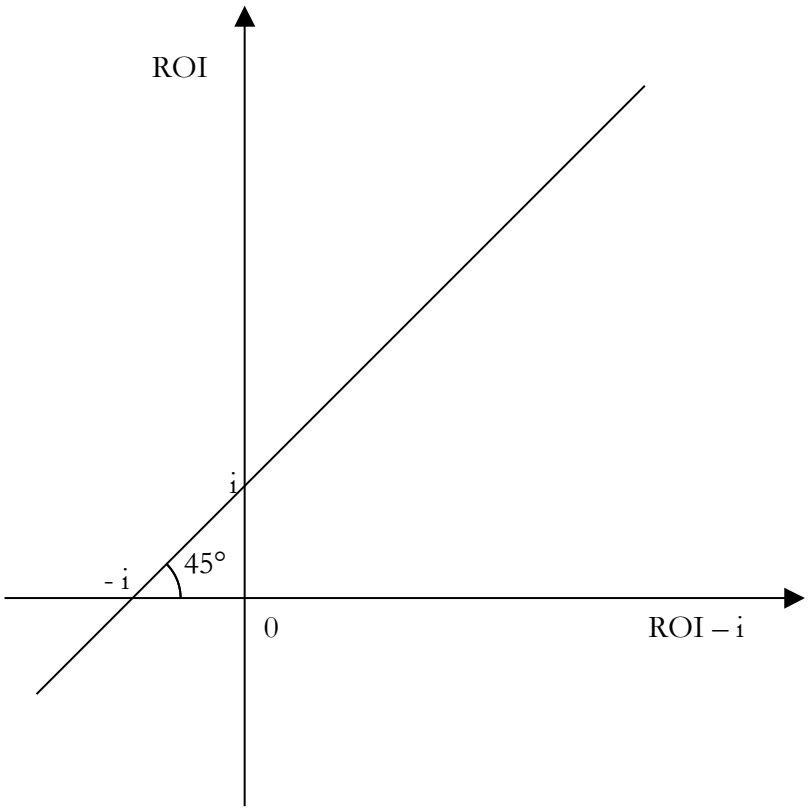


Come è agevole osservare, la relazione [4] è una funzione di primo grado del tipo *y = ax + b* in cui :

- il ROE rappresenta la variabile dipendente (y);
- il margine tra la redditività operativa del capitale investito (ROI) e il "prezzo" medio dell'indebitamento (i) rappresenta la variabile indipendente (x);
- il *leverage* (Ci/Cn) rappresenta il coefficiente angolare (pendenza) dell'equazione (a);
- il "prezzo" medio dell'indebitamento (i) – ipotizzato costante – rappresenta il punto di intersezione tra la funzione e l'asse delle ordinate (b).

Per comprendere meglio l'effetto leva prodotto dal leverage (Ci/Cn), è possibile affiancare alla funzione del ROE la retta del ROI disegnata in funzione della variabile *ROI – i* (si veda la figura n° 6.2).

Figura n° 11.2: Retta del ROI in funzione di ROI – i



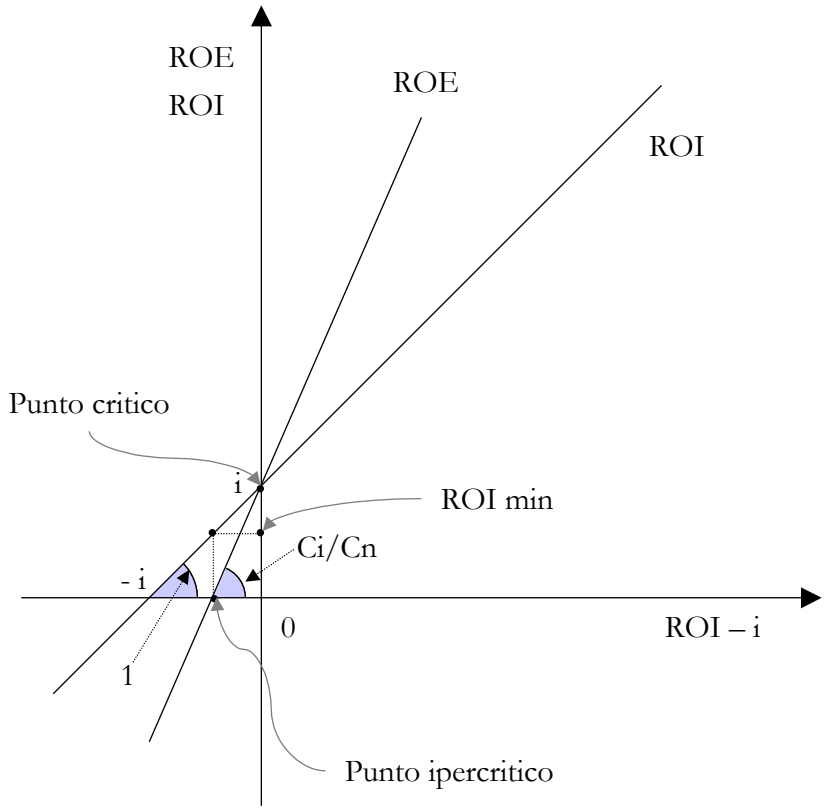
Come è evidente, non si tratta di un vero e proprio confronto tra una variabile dipendente ed una indipendente, in quanto il ROI è presente in tutti e due i termini; si tratta di una funzione lineare che taglia il grafico intersecando l'asse delle ordinate nel punto *i* e l'asse delle ascisse nel punto *-i* (retta parallela alla bisettrice – coefficiente angolare di 45° – spostata verso sinistra di *i*).[36]

Il grafico con le due rette – del ROE e del ROI – accostate è illustrato nella figura n° 6.3.

[36] Si può, infatti, osservare che il ROI viene ad essere presente sia in ascissa sia in ordinata; inoltre si consideri che:

- quando il ROI è pari a 0 ➔ ROI – i = – i;
- quando ROI = i ➔ ROI – i = 0

Figura n° 11.3: La leva finanziaria (rappresentazione completa)



Dalla lettura del grafico risulta evidente che l'effetto di amplificazione della redditività – da quella operativa a quella netta – dipende dal coefficiente angolare del ROE (visto che il ROI ha sempre coefficiente angolare pari a 1), ossia dal *Leverage = Ci/Cn*.

Si osserva che il *leverage* può variare tra 1 (ipotesi limite di assenza del capitale di terzi) e + infinito (ipotesi limite di assenza del capitale proprio), per cui produce sempre un effetto di amplificazione il cui segno, però, dipende dalla variabile *ROI – i*.

Si osserva, infatti, che:

- *ROI – i > 0*, ossia *ROI > i* → *ROE > ROI* (effetto leva positivo);
- *ROI – i < 0*, ossia *ROI < i* → *ROE < ROI* (effetto leva negativo);
- *ROI – i = 0*, ossia *ROI = i* → *ROE = ROI = i* (effetto leva nullo).[37]

Le considerazioni appena esposte dimostrano quanto era comunque intuibile sul piano logico, ossia che conviene indebitarsi fino a che ogni € preso in prestito costa (i) meno di quanto rende (ROI).

In considerazione del ruolo di "cerniera" tra la positività e la negatività dell'effetto leva, il punto *i* sull'asse delle ordinate viene denominato "punto critico"; mentre con il termine

[37] L'ipotesi in esame è puramente scolastica.

"punto ipercritico" si indica, sull'asse delle ascisse, il valore della variabile *ROI – i* in corrispondenza del quale la redditività netta si annulla (ROE = 0).

Al di sotto del punto ipercritico, dunque, si entra nell'area dell'erosione del capitale.

Il valore del ROI in corrispondenza del punto ipercritico rappresenta il ROI minimo, ossia il valore al di sotto del quale il ROI non deve scendere se si vuole evitare l'erosione del capitale.

Il ROI minimo può essere determinato, dunque, ponendo il ROE = 0:

5] $$ROE = \frac{Ci}{Cn}(ROI_{min} - i) + i = 0$$

$$\frac{Ci}{Cn} ROI_{min} - \frac{Ci}{Cn} i + i = 0$$

$$\frac{Ci}{Cn} ROI_{min} = \frac{Ci}{Cn} i - i$$

$$ROI_{min} = i - i \frac{Cn}{Ci}$$

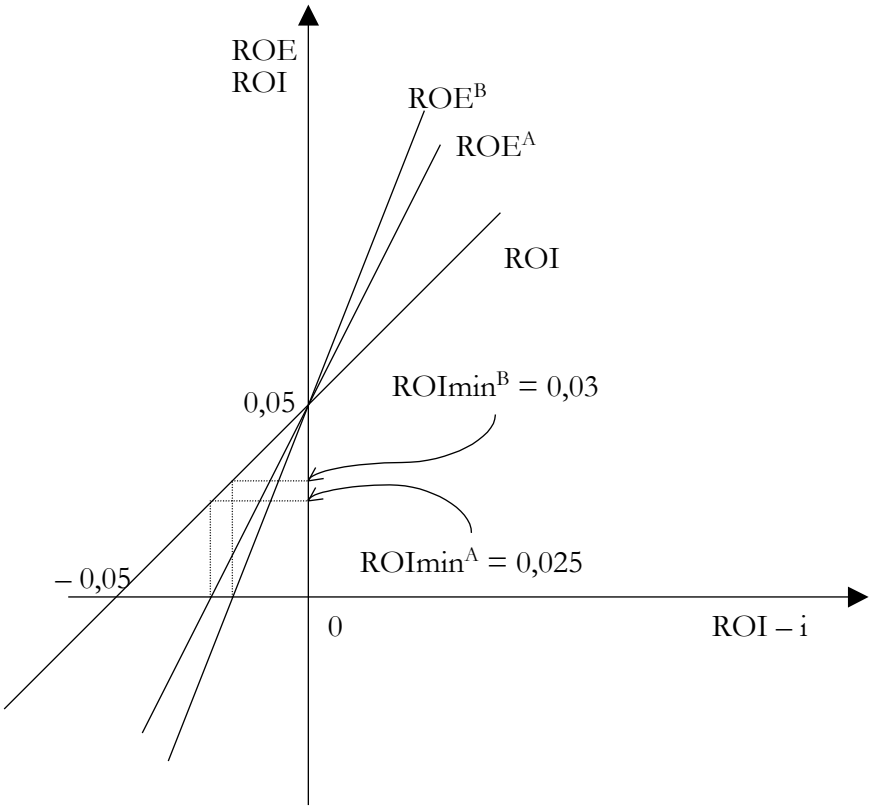
$$ROImin = i(1 - Cn/Ci)$$

A titolo esemplificativo, si considerino i seguenti scenari:

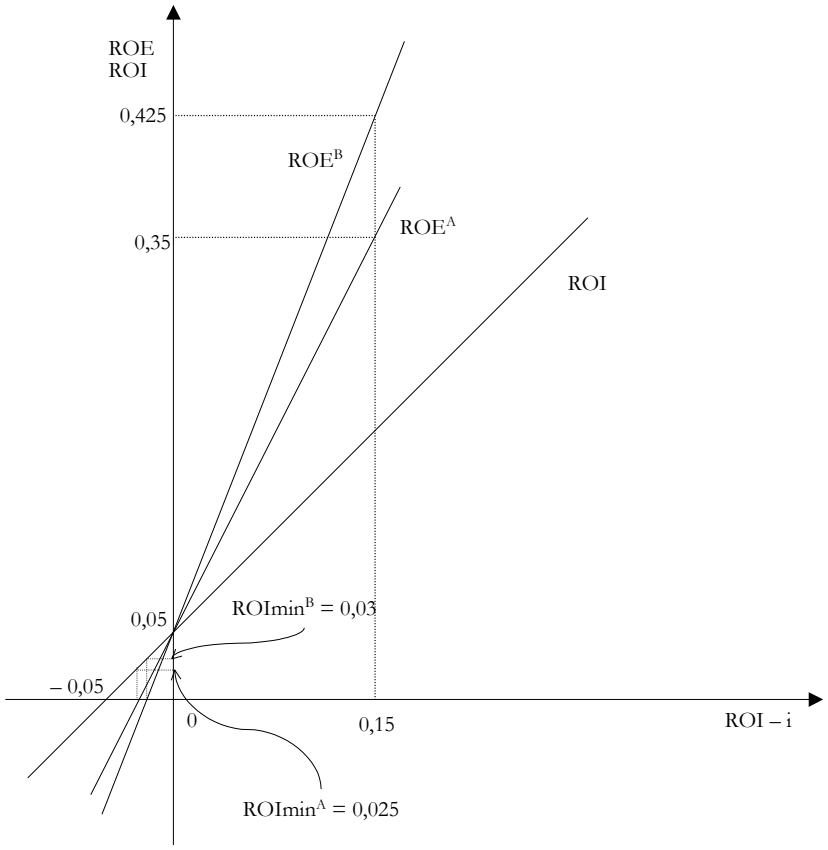
Hp A	
Cn	100
Ct	100
Ci	200
i	5%
Rexgfin	– 5
Leverage	2
Rt	100
Ct	– 60
Ro	40
Rexgfin	– 5
Rn	35
ROE	35%
ROI	20%
ROI min	2,5%

Hp B	
Cn	80
Ct	120
Ci	200
i	5%
Rexgfin	– 6
Leverage	2,5
Rt	100
Ct	– 60
Ro	40
Rexgfin	– 6
Rn	34
ROE	42,5%
ROI	20%
ROI min	3%

Si osservi la seguente rappresentazione grafica:



Allargando l'immagine, è possibile individuare sul grafico i valori del ROE nelle ipotesi ***A*** e ***B*** per *ROI = 20%* (ROI – i = 15%) – valori dell'esempio –:



L'analisi della leva finanziaria appena presentata ha diversi limiti. I più importanti sono:

- È statica quando invece l'economia delle imprese è dinamica; quando cambia il grado di indebitamento diverse condizioni aziendali possono cambiare, in particolare ad un incremento del grado di indebitamento (leva finanziaria) si accompagna un incremento della rischiosità aziendale e, di conseguenza, un incremento sia del ROD sia del costo opportunità del capitale;
- L'analisi esposta non tiene conto del costo opportunità del capitale: se ad un incremento del ROE si accompagna un incremento più che proporzionale del costo opportunità del capitale l'indebitamento di fatto, pur incrementando il ROE, distrugge valore economico.