



CONSIGLIO NAZIONALE
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

FONDAZIONE
ARISTEIA

ISTITUTO DI RICERCA
DEI DOTTORI
COMMERCIALISTI



DOCUMENTI ARISTEIA

documento n. 12

L'equilibrio finanziario

Febbraio 2003

L'EQUILIBRIO FINANZIARIO

L'EQUILIBRIO FINANZIARIO

SOMMARIO: 1. L'equilibrio finanziario - 2. Il fabbisogno finanziario - 3. Le fonti di copertura del fabbisogno: la struttura finanziaria - 4. L'analisi dell'equilibrio finanziario - 4.1 Analisi per margini e per indici - 4.2 Analisi per flussi - 5. Conclusioni

1. L'EQUILIBRIO FINANZIARIO

L'azienda è un sistema economico, autonomo e durevole, che si realizza in modo dinamico mediante il continuo, unitario e ciclico svolgimento, nel tempo e nello spazio, di coordinate funzioni ed operazioni, attuate attraverso l'impiego di persone, di beni e di servizi, indirizzato al più conveniente conseguimento possibile di mutevoli e dinamici obiettivi. Secondo la dottrina i profili identificativi dell'azienda sono il dinamismo che pervade l'attività aziendale, la mutevolezza della struttura di questa e dei suoi processi gestionali e l'attitudine a perdurare nel tempo. Siffatti profili identificativi si ritrovano, pertanto, anche e soprattutto nell'azienda di produzione per il mercato, ovvero nell'impresa.

Condizione indispensabile per la sopravvivenza e lo sviluppo dell'impresa è la creazione di uno stato di "equilibrio generale", da mantenere e possibilmente migliorare nel tempo. Ma cosa si intende per equilibrio? In verità, sulla definizione di equilibrio nella dottrina economica si è molto discusso e si sono date svariate definizioni. Pareto definisce l'equilibrio come "quello stato che si conserverebbe indefinitamente se non sopravvenisse qualche modificazione nelle condizioni sotto le quali è stato osservato".

Nell'evoluzione degli studi di economia aziendale si è dato sempre enfasi alla visione sistemica dell'azienda e quindi alla nozione di equilibrio dell'intero sistema aziendale. La dottrina ha evidenziato, in modo sempre crescente, la circostanza per la quale sul funzionamento dell'impresa influiscono in modo determinante sia il "sistema ambiente", nel quale l'impresa vive, sia il "sistema impresa" che la caratterizza, a sua volta rappresentato dal capitale e dalle risorse umane e organizzative; i due sistemi sono legati da una serie di interrelazioni che condizionano l'andamento della stessa e dei suoi processi economico – tecnici. Il raggiungimento dell'equilibrio aziendale, in questa ottica, è rappresentato, da un lato, dalla capacità dell'impresa di gestire la variabilità esterna, dall'altro, di ottimizzare la combinazione delle risorse interne in relazione ai prefissati obiettivi.

Pertanto, l'impostazione teorica ricorrente della gestione aziendale distingue tre profili di analisi in riferimento a:

- Il *ciclo economico*, ossia al susseguirsi di costi e ricavi;
- Il *ciclo finanziario*, in riferimento alla ricorrenza di uscite ed entrate;
- Il *ciclo monetario*, costituito dal momento terminale del ciclo finanziario.

Tale classificazione ha un'importante valenza esplicativa in quanto consente di distinguere il concetto di equilibrio economico da quello di equilibrio finanziario.

Il primo si configura quando si ha un'eccedenza dei ricavi sui costi di gestione tale da remunerare adeguatamente tutti i fattori produttivi, compreso il capitale investito.

L'equilibrio finanziario, invece, è conseguenza degli altri due cicli della gestione. Esso attiene alla capacità dell'impresa di garantire, in ogni istante, un'adeguata copertura dei fabbisogni finanziari che si manifestano.

L'equilibrio finanziario, quindi, si riferisce all'esistenza, nell'impresa, delle masse monetarie per far fronte agli impegni assunti.

A tal proposito, infatti, si osserva come il processo di produzione di beni e servizi a cui l'impresa si dedica non può essere attuato se non viene alimentato finanziariamente in modo efficace. Per compiere le operazioni di gestione sono necessari i mezzi finanziari nella quantità richiesta e nel momento adatto: occorre, quindi, un'appropriata sincronizzazione quantitativa e temporale in modo da rendere disponibili i mezzi liquidi occorrenti nei vari momenti in cui le operazioni sono da effettuare. Ciò comporta che "l'equilibrio finanziario" deve sussistere sempre. La gestione deve svolgersi in modo continuo e ciò non può avvenire se non vi sono i fondi a disposizione: si comprende, quindi, il ruolo strumentale e non finalistico dell'equilibrio finanziario ai fini della vita aziendale.

Le operazioni vanno finanziate, ma in modo e per finalità economiche. L'equilibrio finanziario è indispensabile, ma esso va correlato all'economicità del sistema: deve consentire di attuare le operazioni nel momento ed in entità tali da cogliere nel modo migliore le opportunità che si manifestano. Le operazioni vanno attuate in quanto ritenute economicamente convenienti; la sola possibilità di finanziarle non è motivo valido per compierle. In linea teorica, il giudizio di convenienza economica di una operazione finanziaria dovrebbe essere formulato solo dopo aver valutato e ponderato sia i mutamenti che detta operazione può apportare al sistema d'impresa, sia i riflessi che potrebbero scaturire, in una visione prospettica, nel sistema delle coordinazioni aziendali.

Si può pertanto definire l'equilibrio finanziario come la capacità dell'impresa di mantenere in equilibrio le sue entrate e le sue uscite monetarie/finanziarie senza compromettere il suo equilibrio economico.

In tal senso, bisogna valutare attentamente le fonti di provenienza dei mezzi finanziari; questi, durante l'attività aziendale, possono derivare dal collocamento dei prodotti sul mercato o da nuove raccolte di denaro (a titolo di capitale o di prestito). Il modo in cui le operazioni vengono finanziate ha fondamentale importanza per i riflessi economici che presentano. Si pensi, ad esempio, ad impieghi a carattere pluriennale finanziati col ricorso al credito a breve termine. Ciò non è impossibile in assoluto, purché tale ricorso sia temporaneo e destinato a trovare sostituzione con apporti più adeguati. Se ciò non avviene, la situazione

diventa anomala, si appesantisce e si aggrava sempre più, talvolta fino al limite della sopportabilità da parte dell'impresa.

L'equilibrio finanziario, dunque, è strettamente connesso con quello economico ma il suo accertamento deve essere osservato, significativamente, nella prospettiva di breve/brevissimo termine. L'impresa, per svolgere nel tempo la propria funzione, deve raggiungere e mantenere un adeguato rapporto tra costi e ricavi. L'equilibrio fondamentale dell'impresa è, dunque, quello economico, che rappresenta la condizione di vita della combinazione aziendale, l'unica atto a garantire la sopravvivenza dell'entità stessa, nella quale trovano sintesi tutte le altre condizioni particolari.

Il rapporto favorevole tra costi e ricavi influisce in maniera positiva sull'aspetto finanziario della gestione d'impresa. Se, infatti in un dato periodo i ricavi coprono i costi, è indubbio che lo stato di liquidità ne può trarre vantaggio.

E' chiaro che se l'equilibrio economico attuale ha carattere involutivo, i riflessi positivi sulla situazione finanziaria tendono a diminuire per lasciare il posto a difficoltà più o meno notevoli. Se, invece, ha carattere contingente, si possono avere andamenti finanziari abbastanza buoni, ma senza probabilità di mantenerli per il futuro. A tal proposito, occorre, infatti, sottolineare come situazioni di efficienza finanziaria non si accompagnano necessariamente ad altrettante situazioni di efficienza economica: così, una situazione finanziaria efficiente che scaturisce dall'avvicendamento tra entrate ed uscite può trovare a monte una politica di investimenti/disinvestimenti economicamente inefficienti denotando uno *status* non certamente favorevole, nel lungo andare, per l'impresa.

Quando l'equilibrio attuale è "valido", perché si inquadra in quello prospettabile per il futuro, vi sono maggiori possibilità di sincronizzare adeguatamente flussi e deflussi nel tempo, sulla base del rapporto favorevole ed evolutivo tra costi e ricavi e in funzione appunto del mantenimento e miglioramento di esso.

Si può, quindi, affermare che non esistono disfunzioni economiche e finanziarie da porre su un piano alternativo, ma si determinano disfunzioni economiche in quanto preesistono e continuano a persistere, oltre i limiti della resistenza della combinazione aziendale, disfunzioni finanziarie. Quindi, condizione necessaria ed essenziale per l'esistenza dell'unità produttiva è il raggiungimento ed il miglioramento nel tempo dell'equilibrio economico. L'equilibrio finanziario viene accertato, significativamente, nella prospettiva di breve – brevissimo termine. Esso è sinteticamente espresso dalla condizione generale $E > U$ (entrate finanziarie maggiori delle uscite finanziarie). Tal equilibrio è strettamente connesso con quello economico e può essere osservato con riferimento a varie scadenze, particolarmente nel breve periodo. Per esempio, con riferimento alla sola dinamica monetaria ordinaria (flussi di cassa), tal equilibrio si determina quando il totale delle entrate di denaro supera costantemente il totale delle uscite monetarie.

Gli equilibri di cui si è fatto cenno si compongono in sistema "nell'equilibrio generale dell'impresa". All'interno dello stesso, l'equilibrio patrimoniale si presenta quale equilibrio derivato, ovvero conseguente dagli altri due, da quello economico e da quello finanziario.

2. IL FABBISOGNO FINANZIARIO

Nel discorrere degli equilibri di gestione ed in particolare di quello finanziario emerge la centralità del concetto di fabbisogno.

L'agire organizzativo necessita di risorse finanziarie per la sua implementazione generando continuamente dei fabbisogni finanziari, definibili, pertanto, come l'insieme totale delle risorse monetario-finanziarie necessarie per garantire il corretto funzionamento dell'attività d'impresa. E' chiaro che il fabbisogno finanziario è originato dalla struttura degli impieghi e, perciò su di esso influiscono tutte le variabili che concorrono a determinare tale struttura.

In letteratura nella disamina del fabbisogno finanziario sono state riportate molte classificazioni e sono stati proposti diversi schemi interpretativi. Tra questi differenti approcci è qui opportuno proporre un esame delle due schematizzazioni che consentono, meglio di altri, di comprendere la natura dei fabbisogni. Tali interpretazioni si sostanziano nelle contrapposizioni tra:

- Il fabbisogno fisso e il fabbisogno variabile;
- Il fabbisogno complessivo e il fabbisogno residuale.

La prima classificazione trova la sua ragion d'essere nella stretta correlazione tra impieghi e fabbisogni di capitale, cui prima si accennava. La concettualizzazione che costituisce le fondamenta della prima distinzione risiede nell'idea che l'attività d'investimento è la generatrice principale dei fabbisogni finanziari e, per questo motivo, identificando la natura degli impieghi si ottiene un'analoga classificazione dei fabbisogni.

Gli impieghi di capitale sono generalmente divisi, secondo il principio della liquidità, in immobilizzazioni e capitale circolante.

Le immobilizzazioni sono investimenti a lungo termine, in quanto rappresentati, per la maggior parte da beni a fecondità ripetuta, che partecipano direttamente al processo di trasformazione e che, pertanto, ritornano nella originaria forma monetaria solo in maniera indiretta.

Il capitale circolante è un termine utilizzato per indicare un aggregato eterogeneo di investimenti. Analizzando in dettaglio le singole attività che lo compongono, specificatamente rimanenze di magazzino, crediti verso clienti e disponibilità liquide, si palesa la sua natura composita. Il fabbisogno di risorse connesso con l'investimento in capitale circolante è in parte di breve termine e in parte di medio/lungo termine. Rimanenze e crediti rappresentano, infatti, impieghi *a rapido rigiro*, cioè investimenti che si rinnovano a scadenza e, di fatto, sempre presenti nell'attività di impresa. E' ovvio che si tratta di fabbisogni che pur essendo tipicamente di breve termine, sono in realtà durevoli; perciò per indicare queste poste, si parla anche di *capitale circolante immobilizzato*.

Ciò non può dirsi per le disponibilità liquide, che devono essere, per loro natura, variabili e di breve termine, in quanto tendenti a garantire le esigenze di cassa di breve o brevissimo termine e, quindi, a preservare l'equilibrio monetario.

Da quanto esposto consegue che il fabbisogno finanziario dell'impresa è fisso in riferimento agli investimenti in immobilizzazioni ed in capitale circolante immobilizzato, che sono investimenti durevolmente legati all'attività d'impresa; mentre è variabile per gli investimenti in liquidità.

In effetti, i fabbisogni variabili o di liquidità derivano da temporanee eccedenze delle uscite sulle entrate, dovute soprattutto allo sfasamento temporale tra il momento in cui si sostengono gli esborsi relativi ai costi dei fattori della produzione ed il momento in cui si monetizzano i ricavi di vendita. Sebbene questi fabbisogni possano risultare di difficile previsione, è indispensabile che l'impresa predisponga un *piano di tesoreria* con il quale tenti di prevedere i cash-flow della gestione nel brevissimo termine, al fine di evidenziare possibili squilibri temporanei per predisporne, in via anticipata, la copertura meno onerosa possibile.

I fabbisogni fissi, invece, devono essere previsti perché sono connessi ad attività di investimento a medio-lungo termine e rappresentano una classe di investimenti inquadrati nell'ambito della strategia complessiva dell'impresa. Quanto detto è rilevante sia in riferimento agli incrementi di immobilizzazioni, sia in riferimento agli incrementi di capitale circolante che, generalmente accompagnano l'espansione dell'attività d'impresa.

Una prospettiva di analisi differente è, invece, quella che distingue il fabbisogno finanziario complessivo da quello residuale, definendo il primo come l'entità delle risorse necessarie per effettuare gli investimenti programmati, ed il secondo come l'entità delle risorse finanziarie "esterne" che occorrono una volta impiegate le risorse rinvenienti dai ricavi di vendita e dall'incasso dei correlati crediti.

Dall'analisi dei fabbisogni finanziari dell'impresa sono emersi diverse considerazioni fondamentali. Innanzi tutto si è visto che i fabbisogni finanziari sono generati dagli impieghi di capitali e, quindi, la loro natura è del tutto analoga a quella dell'investimento che li origina.

Seguendo tale approccio si sono distinti i fabbisogni finanziari fissi, derivanti da incrementi in immobilizzazioni e capitale circolante immobilizzato, dal fabbisogno di liquidità, connesso ad investimenti di breve termine.

Inoltre è stata sottolineata l'importanza e la necessità di una previsione dei fabbisogni finanziari, in un'ottica di conservazione dell'equilibrio finanziario e miglioramento di quello economico.

Infine è stato esaminato un diverso approccio che porta a distinguere il fabbisogno finanziario complessivo da quello residuale.

In seguito a questa rassegna sui fabbisogni finanziari della gestione si esamineranno le fonti idonee alla copertura di detti fabbisogni con l'obiettivo di giungere a determinare un modello ottimale della struttura finanziaria.

3. LE FONTI DI COPERTURA DEL FABBISOGNO: LA STRUTTURA FINANZIARIA

Considerata la natura dei fabbisogni finanziari, si possono esaminare le fonti di risorse più idonee a coprirli, in un'ottica di conservazione dello stato di equilibrio finanziario. Occorre, in primo luogo, osservare che, in genere, le fonti di finanziamento devono essere tali da soddisfare una duplice esigenza:

- coprire gli investimenti programmati
- garantire la esistenza di una riserva di liquidità

La riserva di liquidità costituisce una voce di fondamentale importanza per l'impresa in quanto permette di fronteggiare eventuali uscite connesse, ad esempio, con immediati aumenti degli investimenti di solito a rapido rigiro, come pure con il rischio imminente di rimborso di taluni debiti a breve termine. Pertanto, l'entità di tale riserva sarà tanto maggiore quanto elevata è l'incertezza che caratterizza la gestione aziendale, in considerazione altresì dell'ampiezza temporale alla quale riferire le previsioni ed i calcoli. Così, ad esempio, una eventuale modifica dei programmi tale da determinare la diminuzione delle vendite e della produzione richiede svariati mesi affinché l'entità delle scorte di magazzino e dei crediti commerciali si possano assestare alle nuove condizioni. Si può osservare come la dimensione della riserva di liquidità sia funzione della velocità di circolazione degli investimenti, del tasso di sviluppo prevedibile delle vendite come pure delle caratteristiche e della entità dei debiti a breve; la copertura di detta riserva può avvenire sia attraverso la disponibilità di mezzi liquidi, sia attraverso la disponibilità di crediti utilizzabili sia, infine, attraverso il processo di autofinanziamento in senso ampio; le attività di disinvestimento e quella di trattenimento degli utili rappresentano correttivi in diminuzione nel calcolo della riserva di liquidità ritenuta necessaria in un dato momento. Questa, teoricamente, può essere calcolata come:

$$\text{Nuovi investimenti} + \text{Rimborsi di debiti} - \text{Disinvestimenti} - \text{Utili conseguiti}$$

Pertanto, tutti gli investimenti e, in parte, la riserva di liquidità devono trovare copertura nei mezzi finanziari. E' possibile distinguere due tipologie di fonti di finanziamento:

- fonti di origine reddituale
- fonti di origine patrimoniale

Ognuna di queste fonti di finanziamento possiede una propria specificità. Relativamente alla prima tipologia, occorre distinguere le operazioni connesse con il conseguimento di ricavi da quelle connesse con l'incasso dei correlati crediti a breve scadenza. Infatti, l'entità delle fonti finanziarie reddituali può esprimersi sia come somma dei ricavi monetari conseguiti e dei crediti a breve incassati, sia come somma algebrica dei ricavi totali e della variazione intervenuta nei predetti crediti. E' evidente che la misura dei ricavi è inversamente proporzionale al fabbisogno finanziario, in particolare a quello residuale.

Per quanto riguarda, invece, le fonti di origine patrimoniale, occorre distinguere quelle generate da operazioni di finanziamento, a loro volta distinte in interne ed esterne, da quelle generate da operazioni di disinvestimento. Fanno parte della prima categoria gli aumenti di capitale proprio e di capitale di debito.

Rientrano, invece, nella categoria delle fonti patrimoniali per disinvestimento, le operazioni di dismissione dei fattori a fecondità ripetuta come pure il realizzo di crediti di dilazione. Qui di seguito si riporta uno schema di sintesi:

FONTI REDDITUALI DI FINANZIAMENTO	FONTI PATRIMONIALI DI FINANZIAMENTO
Utile d'esercizio	Dismissione di fattori a fecondità ripetuta
Ricavi di vendita +/- Var. crediti commerciali	Accensione di prestiti
	Aumenti di capitale di rischio
	Realizzi di crediti a breve termine

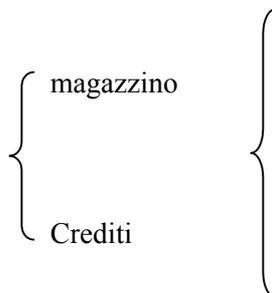
L'insieme delle fonti di finanziamento che consente la copertura dei fabbisogni finanziari determina la *struttura finanziaria* dell'impresa.

In genere, è opinione diffusa ritenere la struttura finanziaria in equilibrio quando al fabbisogno finanziario fisso durevole si contrappongono mezzi finanziari a lunga scadenza, mentre a quello variabile risorse finanziarie a breve termine. Ciò è vero in parte, in quanto tale struttura si basa sul presupposto che tutte le poste dell'attivo siano sempre liquidabili. Per tale ragione, al modello statico di cui sopra si preferisce un modello dinamico, che consideri nel calcolo anche variabili prospettiche a breve, come i fattori che concorrono alla copertura di parte della riserva di liquidità; qui di seguito si riporta tale schema:

FABBISOGNO FINANZIARIO

MEZZI DI COPERTURA

Investimenti durevoli



Investimenti a rapido rigiro

Capitale di rischio

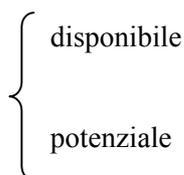
Debiti a m/l. termine

Debiti "fisiologici" rinnovabili

Investimenti a breve termine

Debiti a breve termine

Riserva di liquidità



Capitale di rischio

Debiti a m/l. termine

Crediti liquidabili

Autofinanziamento

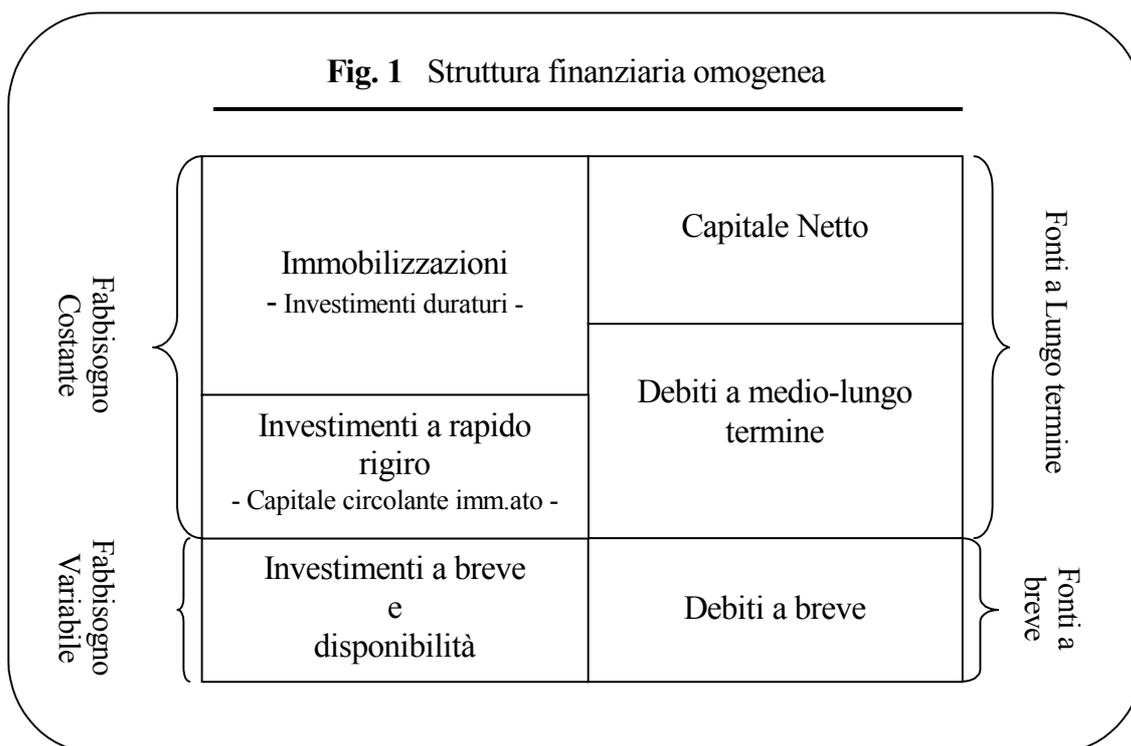
La struttura in esame presuppone, tuttavia, l'esistenza di un livello di informazione aziendale puntuale e preciso relativo, ad esempio, all'entità dei crediti/debiti in scadenza e/o rinnovabili, come pure al presumibile comportamento dei creditori/debitori.

L'esigenza di verificare lo stato di salute finanziario dell'impresa si pone come finalità quella di esprimere un giudizio sulla esistenza o meno di un valido equilibrio tra finanziamenti ed impieghi di mezzi finanziari, tra entrate ed uscite monetarie, investigando sulla relazione liquidità/economicità, ovvero sulla relazione fra disponibilità monetario-finanziarie sulle quali l'impresa potrà contare e quelle che saranno richieste dal fluire della gestione, allo scopo di verificare l'esistenza della condizione di equilibrio finanziario.

Secondo una parte della dottrina, la struttura finanziaria di ogni impresa dovrebbe possedere quattro caratteristiche, in un'ottica di costituzione e di mantenimento dell'equilibrio finanziario. Alcune di queste condizioni mettono in risalto la necessaria corrispondenza della struttura finanziaria con quella degli impieghi, altre invece sono caratteristiche proprie della prima. In dettaglio, tali condizioni sono:

- Omogeneità tra fonte ed impiego;
- Flessibilità delle fonti;
- Elasticità dei finanziamenti;
- Economicità della struttura finanziaria.

L'omogeneità si riferisce alla corrispondenza tra natura dell'impiego e della fonte deputata alla sua copertura. In particolare, l'omogeneità indica la necessità che gli impieghi e le rispettive fonti abbiano lo stesso orizzonte temporale. Tale corrispondenza temporale è necessaria per evitare possibili situazioni di squilibrio finanziario che scaturirebbero, ad esempio, dalla presenza di un debito esigibile contrapposto ad un'attività non ancora monetizzata. La figura 1 riassume quanto è stato sinteticamente affermato. Nella prima colonna si mostrano i fabbisogni finanziari distinti in base alla liquidità e, accanto si presentano le



fonti di copertura adeguate per il raggiungimento di una situazione di equilibrio finanziario. Si noti che gli investimenti più duraturi sono coperti totalmente da capitali a lungo termine.

La omogeneità tra impieghi e fonti, tuttavia, è sinonimo di equilibrio finanziario solo per un dato istante. Affinché tale struttura sia ritenuta costantemente in equilibrio occorre soddisfare anche le altre caratteristiche.

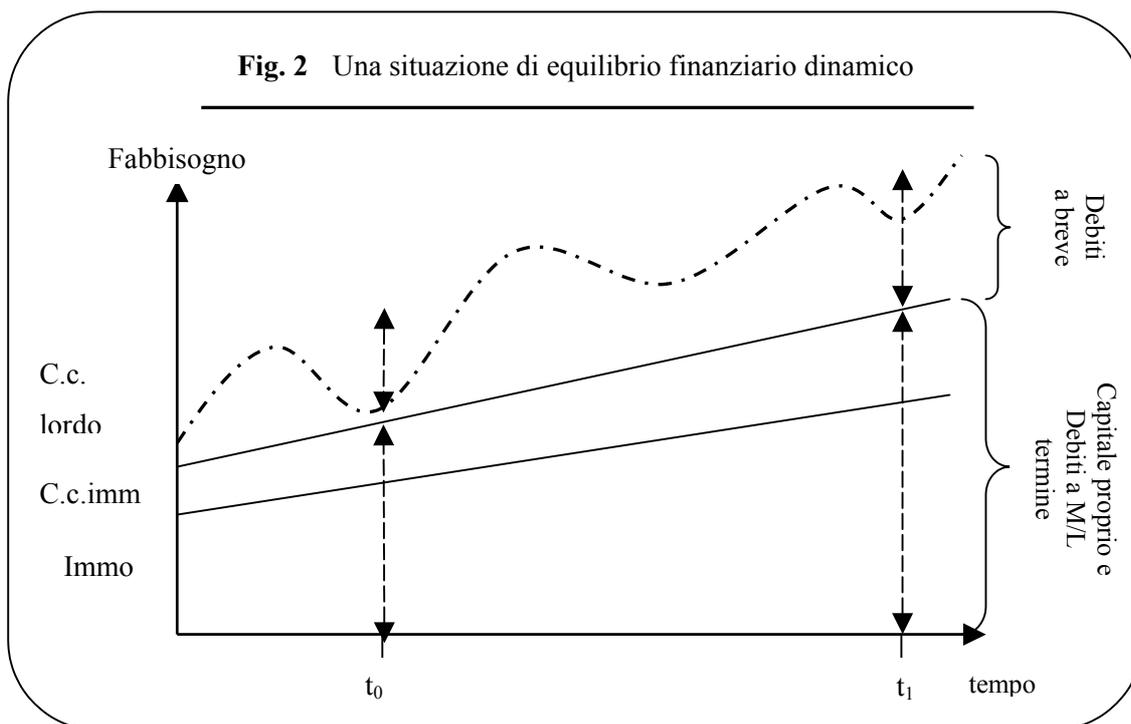
Più precisamente, il requisito della *flessibilità* si identifica nella possibilità di modificare la struttura finanziaria dell'impresa in funzione del cambiamento della composizione delle attività. La sua presenza, dunque, risulta essenziale per due ordini di motivi. In primo luogo, perché garantisce la costante omogeneità tra le fonti e gli impieghi di capitale. In secondo luogo, perché tale requisito riflette una delle caratteristiche ed al contempo una delle condizioni di esistenza dell'impresa stessa.

Il terzo requisito che una struttura finanziaria ritenuta in equilibrio dovrebbe possedere è rappresentato dall'*elasticità*. Con questo termine si intende la capacità dell'impresa di espandere la sua struttura finanziaria, ossia la possibilità di accedere a nuovi capitali di debito quando le esigenze di espansione aziendale e/o le condizioni di mercato lo richiedono.

Infine, l'*economicità* della struttura finanziaria si riferisce alla onerosità delle fonti di finanziamento. Queste ultime, infatti, determinano il sostenimento di costi per l'impresa, la cui considerazione si rivela essenziale per assicurare l'equilibrio economico e patrimoniale della gestione. La raccolta di capitale di rischio, infatti, comporta una maggiore stabilità delle fonti, ma anche una onerosità superiore a causa del più elevato rischio intrinseco; la raccolta del capitale di debito, invece, è meno onerosa, ma comporta maggiori rischi di liquidità in quanto è subordinata a determinate scadenze.

Pertanto, secondo autorevole dottrina quando la struttura finanziaria di un'impresa possiede tutte le condizioni sopra indicate significa che sussiste uno stato di *equilibrio finanziario dinamico*. Ciò è possibile perché partendo da un *equilibrio finanziario statico*, garantito dall'omogeneità tra impieghi e fonti, l'impresa può efficacemente adattare la sua struttura finanziaria sia alle esigenze congiunturali sia ai piani di sviluppo. Tale capacità di adattamento è resa possibile dai caratteri della flessibilità e dell'elasticità. L'omogeneità tra impieghi e fonti da sola, infatti, non garantisce la conservazione dell'equilibrio finanziario nel tempo.

Una esemplificazione grafica al riguardo è utile al chiarimento di quanto affermato. La figura 2 individua una situazione di equilibrio finanziario dinamico nell'ipotesi di un'impresa in sviluppo. La linea continua indica il fabbisogno finanziario permanente, mentre quella tratteggiata indica il fabbisogno finanziario totale, quindi comprendente anche la sua componente variabile.



Come risulta evidente esiste una notevole differenza tra i fabbisogni finanziari dell'impresa al tempo t_0 ed al tempo t_1 . Con il trascorrere del tempo, infatti, sono cresciuti sia gli investimenti in immobilizzazioni sia quelli in componenti durevoli del circolante, mentre è sempre fluttuante la necessità di attività più liquide (si noti le differenti altezze delle frecce relative ad i due istanti). Per questo motivo la struttura finanziaria dell'impresa dovrà essersi modificata per conservare l'equilibrio finanziario. In particolare, dovranno essere cresciuti i capitali vincolati a lungo termine nell'impresa in misura analoga all'incremento netto di immobilizzazioni e di capitale circolante immobilizzato.

La variabilità dei fabbisogni finanziari e le difficoltà che si incontrano nelle previsioni circa l'evoluzione della domanda, impongono un costante controllo dell'equilibrio finanziario dell'impresa. Purtroppo il solo bilancio d'esercizio, relativamente alla parte sinottica, non è sufficiente a rappresentare e ad informare, in modo completo, sull'andamento della gestione in chiave finanziaria.

A tal proposito, la teoria ha elaborato molteplici strumenti di analisi, in particolare quello del sistema degli indici e/o dei margini e quello dei flussi finanziari.

4. L'ANALISI DELL'EQUILIBRIO FINANZIARIO

L'analisi finanziaria si basa tipicamente su tre diverse tecniche principali, che sono:

- L'analisi strutturale, che confronta grandezze finanziarie aggregate attraverso il calcolo di margini;
- L'analisi per indici, che attraverso la costruzione di rapporti rende confrontabili nel tempo i dati;

- L'analisi per flussi, che consente di seguire nel tempo la dinamica del fabbisogno finanziario e le modalità di copertura.

Tra le tre tecniche delineate l'analisi per flussi è sicuramente la più importante al fine di pervenire alla misurazione dell'equilibrio finanziario, perché esamina la gestione aziendale da un punto di vista dinamico, mettendo in evidenza quali fabbisogni e quali fonti ha generato l'attività d'impresa.

Al contrario, attraverso l'impiego di *ratios* o di margini si costruiscono dei rapporti o delle differenze tra grandezze *stock* appartenenti a classi di impieghi ed a classi di fonti dello stato patrimoniale, adeguatamente riclassificato secondo la logica finanziaria, allo scopo di verificare la costanza o il progressivo raggiungimento di obiettivi significativi in termini quantitativi. Le indicazioni desumibili dalla costruzione dei margini (in particolare di struttura secca ed allargato) permettono di evidenziare eventuali stati di equilibrio/squilibrio tra fonti ed impieghi.

4.1 ANALISI PER MARGINI E PER INDICI

Nella valutazione dell'equilibrio finanziario, attraverso l'analisi strutturale si osservano tre principali margini: il *marginale di struttura*, il *capitale circolante netto* ed il *marginale di tesoreria*.

La differenza tra capitale netto e immobilizzazioni definisce il *marginale di struttura di primo livello* che indica la quota di immobilizzazioni finanziata da capitale proprio e, pertanto, dovrebbe avere un valore prossimo allo zero. Tuttavia un valore negativo di questo margine non implica necessariamente una sottocapitalizzazione dell'impresa, perciò per una corretta valutazione della situazione finanziaria è necessario rilevare anche il *marginale di struttura allargato*, definito dalla differenza tra le fonti a lungo termine (patrimonio netto e debiti a medio/lungo termine) e le immobilizzazioni. In ogni caso il valore di questo indicatore deve essere positivo. Un valore inferiore allo zero, infatti, implicherebbe una copertura degli investimenti a lungo termine con passività correnti.

Il *capitale circolante netto*, dato dalla differenza tra capitale circolante lordo e passività correnti, dovrebbe, di norma, presentare un valore fortemente positivo. Se il suo valore è negativo, significa che parte delle passività correnti va a finanziare investimenti a lungo termine.

Il *marginale di tesoreria*, infine, si ottiene dalla differenza tra le attività liquide o prontamente liquidabili e le passività correnti; anche questo valore dovrebbe essere positivo, indicando la presenza nell'impresa di fonti liquide sufficienti per la copertura dei fabbisogni di breve termine.

L'analisi per indici, invece, consente di evidenziare le stesse grandezze dell'analisi strutturale, ma la differenza sta nella peculiarità di quest'analisi, ovvero nella costruzione di rapporti. L'espressione dei margini più sopra citati attraverso la costruzione di rapporti si rivela molto utile perché rende i valori confrontabili; e il confronto può avvenire sia tra i valori riscontrati in tempi successivi dalla stessa impresa (confronto nel tempo), sia tra valori rilevati, nello stesso periodo, in due imprese differenti (confronto nello spazio).

Tra gli indici più comuni per la valutazione dell'equilibrio finanziario dell'impresa possono essere compresi quelli di *liquidità* e di *solidità*; tuttavia, per giungere ad una completa valutazione della situazione dell'equilibrio finanziario dell'impresa e valutarlo anche in prospettiva, sono utili gli *indici di rigidità* che sono strettamente correlati con gli indici di liquidità.

Gli indici di liquidità comprendono l'indice di liquidità corrente (disponibilità liquide e crediti su passività correnti) e l'indice di liquidità differita (capitale circolante lordo su passività correnti). L'indice di liquidità corrente, anche denominato acid test ratio o indice di tesoreria, è una grandezza sintetica utile alla valutazione dell'attitudine dell'impresa a soddisfare impegni finanziari di breve termine mediante l'utilizzazione della parte di capitale circolante lordo formata da crediti e disponibilità immediate.

Il quoziente standard di tesoreria dovrebbe essere, secondo la prassi internazionale, almeno pari ad uno. Un simile valore, infatti indica che l'impresa dispone di disponibilità finanziarie immediate e differite almeno pari agli impegni finanziari di breve termine, e, conseguentemente, la restante porzione del capitale circolante lordo, caratterizzata da un minor grado di liquidabilità trova copertura con le fonti di lungo termine.

È da aggiungere che detto margine varia in funzione di due fattori fondamentali, che sono:

- il grado di liquidità del capitale investito (liquidità immediate e differite su capitale investito);
- la rigidità delle fonti di finanziamento (capitale investito su passività correnti).

Va da se che, a parità di esigibilità degli impegni assunti, più il capitale dell'impresa è rapidamente disponibile migliore sarà l'indice di liquidità immediata; per contro, quanto maggiore è la rigidità delle fonti di finanziamento, tanto meno l'indice di liquidità presenterà dei valori positivi. Si può affermare, quindi che l'acid test ratio è direttamente correlato con la liquidità del capitale investito ed inversamente correlato con l'esigibilità delle fonti.

L'indice di disponibilità differite, invece, è espresso dal rapporto tra capitale circolante lordo e passività correnti e, pertanto esprime una misura sintetica dell'attitudine della gestione aziendale a soddisfare impegni finanziari a breve. Il suo valore dovrebbe essere ampiamente positivo, indicando una forte propensione dell'impresa a soddisfare le esigenze del breve termine.

Il valore dell'indice di disponibilità differite dipende dal grado di flessibilità del capitale circolante lordo e delle passività correnti. Più precisamente l'indice è direttamente correlato con l'entità del capitale circolante lordo e inversamente correlato con la rigidità delle passività.

In riferimento alla valutazione della solvibilità dell'impresa gli indici più utilizzati sono:

- l'indice di copertura delle immobilizzazioni con il capitale proprio;
- l'indice di copertura delle immobilizzazioni con il capitale proprio ed i debiti a medio lungo termine.

L'indice di copertura delle immobilizzazioni con il capitale proprio fornisce un'informazione analoga a quella del margine di struttura di primo livello, essendo espresso dal rapporto tra il capitale netto e le immobilizzazioni.

Un valore di tale indice pari all'unità indica che vi è coincidenza tra il capitale proprio investito e investimenti in immobilizzazioni e, pertanto, è sinonimo di un indice di struttura pari a zero.

Se il raggiungimento di una situazione simile è auspicabile, in realtà, specie per le aziende di più piccola dimensione è accettabile anche un valore del rapporto maggiore o uguale a 0,66. Questo valore indica che l'impresa deve ricorrere a capitali di debito a lungo termine per finanziare, non solo gli investimenti a rapido rigiro, ma anche una quota consistente delle immobilizzazioni. Ciò, in realtà determina un margine di struttura ampiamente negativo.

L'indice di copertura delle immobilizzazioni attraverso il capitale proprio ed i debiti a lungo termine, può essere anche interpretato come quota del capitale circolante coperta a mezzo di debiti a lungo termine. Tale quoziente risulta, infatti, dal rapporto tra la somma di capitale proprio e debiti a medio/lungo termine, al numeratore e investimenti in immobilizzazioni al denominatore.

Non è accettabile un valore dell'indice inferiore all'unità, perché ciò indicherebbe una sottocapitalizzazione dell'impresa e/o un eccessivo indebitamento a breve. Qualora l'indice presentasse un valore inferiore ad uno indicherebbe che una quota dei capitali di debito a breve termine finanzia la copertura di investimenti a lungo termine, con la conseguente possibilità di incorrere in temporanee situazioni di squilibrio finanziario.

Per la valutazione della solidità, soprattutto in un'ottica prospettica, all'analisi degli indici di disponibilità deve affiancarsi l'esame del grado di rigidità/flessibilità dell'attivo (degli investimenti) e del passivo (delle fonti). Gli indici che esaminano il grado di rigidità dell'attivo possono essere espressi dai rapporti seguenti:

$$\frac{\text{Immobilizzazioni}}{\text{Attivo}}$$

$$\frac{\text{Capitale circolante lordo}}{\text{Attivo}}$$

la cui somma è ovviamente pari ad uno.

Quanto più è maggiore il primo rapporto tanto più gli investimenti sono rigidi, perché il valore indica che la maggior parte degli investimenti totali che l'impresa ha attivato sono costituiti da immobilizzazioni; di conseguenza scarsamente liquidabili. Per contro tanto più si approssima all'unità il secondo rapporto, tanto maggiore è il grado di flessibilità degli investimenti; in quanto la quota di impiego in capitale circolante è maggiore di quella in immobilizzazioni. Per una migliore valutazione della flessibilità degli investimenti, tuttavia è più opportuno calcolare il seguente rapporto:

$$\frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Capitale investito}}$$

Tale rapporto infatti esclude dal numeratore le scorte di magazzino che di fatto possono rappresentare poste non prontamente liquidabili.

Del tutto analoghe sono le considerazioni che possono essere fatte nella valutazione della struttura del passivo, che è determinato come segue:

$$\frac{\text{Netto} + \text{Debiti a M/L}}{\text{Passivo}}$$

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

Quanto più è vicino ad uno il primo rapporto tanto più la struttura finanziaria è rigida, mentre quanto più vicino ad uno è il secondo rapporto tanto maggiore sarà la flessibilità delle fonti.

La lettura di tali quozienti deve avvenire congiuntamente alla valutazione degli indici di liquidità, configurandosi una stretta interrelazione tra le grandezze osservate. La rigidità delle fonti di finanziamento e della struttura dell'attivo può provocare una minore elasticità della struttura finanziaria, e di conseguenza una minore possibilità di far fronte ad impegni finanziari improvvisi.

Le modalità di calcolo di questi indici sono proposte nello schema riassuntivo seguente, in cui si mostrano le modalità di calcolo degli indici di bilancio ed accanto il valore "standard" che tali indici dovrebbero assumere.

Schema riassuntivo dell'analisi per indici

Indici di liquidità	Formula di calcolo	Valore consigliato
Acid test	$\frac{\text{Disponibilità} + \text{Crediti}}{\text{Passività correnti}}$	> 1
Liquidità differita	$\frac{\text{Disponibilità} + \text{Crediti} + \text{Rimanenze}}{\text{Passività correnti}}$	> 2
Indici di solidità		
Copertura delle imm. con il capitale proprio	$\frac{\text{Patr. Netto}}{\text{Immobilizzi}}$	> 0,6
Copertura delle imm. con capitale proprio e debiti a medio/lungo termine	$\frac{\text{Patr. Netto} + \text{Debiti a M/L}}{\text{Immobilizzi}}$	> 1
Indici di rigidità		
Dell'attivo	$\frac{\text{Immobilizzi}}{\text{Attivo}} + \frac{\text{C.circol. lordo}}{\text{Attivo}}$	Più vicino ad uno è il primo rapporto, più rigidi sono gli investimenti
Del passivo	$\frac{\text{Netto} + \text{Deb. M/L}}{\text{Passivo}} + \frac{\text{Passività correnti}}{\text{Passivo}}$	Più vicino ad uno è il primo rapporto, minore è il rischio di richieste di rimborsi

Un'analoga e forse più appropriata modalità di calcolo della flessibilità degli investimenti è quella derivante dal raffronto diretto tra le poste più liquide dell'attivo circolante ed il capitale complessivamente investito:

$$\frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Capitale investito}}$$

L'utilità di questo indicatore è duplice perché da un lato è una delle determinanti dell'indice di liquidità immediata (quindi idoneo a spiegare il valore dell'acid test); dall'altro escludendo le rimanenze di merci esprime la più appropriata misura della flessibilità del capitale per le imprese le cui scorte non presentano un'elevata liquidità.

Le "batterie di indicatori", riassunte nello schema precedente, sono molto importanti al fine di valutare correttamente l'attività di impresa sulla base dei dati di bilancio. Tramite questi rapporti, si può conoscere quanta liquidità è assorbita da processo produttivo, e quanta ne è generata.

È importante sottolineare, tuttavia, che i valori qui consigliati rappresentano esclusivamente dei parametri di riferimento "medi", che devono essere contestualizzati nell'ambito di operatività dell'impresa oggetto di analisi. I valori assunti da tali indici, infatti, possono presentare una forte divergenza confrontando imprese appartenenti a settori diversi o che operano su mercati differenti. Un'impresa industriale, ad esempio, presenterà una struttura degli impieghi molto più rigida di un'impresa commerciale, ma non per questo dovrà essere giudicata meno solvibile o con maggiori possibilità di diventarlo in futuro. Per esprimere tale valutazione dovranno essere esaminati altri aspetti come il grado di liquidità delle scorte o le politiche commerciali dell'impresa.

La valutazione della situazione finanziaria dell'impresa, quindi, non può fondarsi sul confronto tra i valori effettivi e quelli ottimali degli indici - circostanza che favorirebbe un'analisi meccanica e pressoché automatica - ma deve tener in considerazione, nella misura dovuta, gli aspetti specifici caratterizzanti la struttura delle singole aziende.

Prima di illustrare le relazioni esistenti tra gli indici di bilancio precedentemente descritte attraverso un esempio, è opportuno aggiungere che le modalità di calcolo degli indici proposte rappresentano soltanto una delle possibili alternative, in quanto per la specificità delle singole imprese può essere ritenuto opportuno utilizzare particolari rapporti.

Di seguito sono presentati due stati patrimoniali le rispettive riclassificazioni e, infine, sono calcolati gli indici di bilancio.

Nel breve commento finale, oltre a verificare le relazioni tra gli indici, si sottolinea la necessità di reperire informazioni suppletive ai dati di bilancio per esprimere un giudizio sulla situazione finanziaria dell'impresa.

STATO PATRIMONIALE DELLA SOCIETA' X					
ATTIVO	2001	2000	PASSIVO	2001	2000
A) Crediti verso soci	-	-	A) Patrimonio Netto		
			Capitale Sociale	100.000	100.000
B) Immobilizzazioni			Riserva sovrapprezzo azioni	-	-
Immateriali	155.670	148.055	Riserva di rivalutazione	124.327	128.091
Materiali	544.548	524.509	Riserva legale	19.964	23.088
Finanziarie	133.009	124.105	Altre riserve	16.890	18.055
			Utili (Perdite) portati a Nuovo	-	-
C) Attivo Circolante			Utili (Perdite) d'esercizio	74.962	77.291
Rimanenze	331.528	336.058	B) Fondi per rischi ed oneri		
Crediti	380.825	437.914	Imposte	15.000	15.120
Attività finanziarie	-		Altri	16.079	16.085
Disponibilità liquide	582	705	C) Trattamento di fine rapporto	42.669	48.905
D) Ratei e Risconti	43.507	42.057			
			D) Debiti		
			Banche	542.267	603.002
			di cui oltre i 12 mesi	446.087	442.009
			Acconti	-	-
			Fornitori	220.613	218.025
			Società controllate, collegate e controllanti	16.959	15.831
			Debiti tributari	296.710	265.203
			Debiti previdenziali	9.138	9.015
			Altri debiti	79.636	63.690
			di cui oltre i 12 mesi	68.700	60.598
			E) Ratei e risconti	14.455	12.002
TOTALE ATTIVO	1.589.669	1.613.403	TOTALE PASSIVO	1.589.669	1.613.403

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO					
ATTIVO	2001	2000	PASSIVO	2001	2000
ATTIVO IMMOBILIZZATO			PATRIMONIO NETTO	336.143	346.525
Immobilizzazioni immateriali	155.670	148.055	PASSIVITA' CONSOLIDATE		
Immobilizzazioni materiali	544.548	524.509	f.di rischi e oneri	30.000	30.000
Immobilizzazioni Finanziarie	133.009	124.105	Trattamento di fine rapporto	42.669	48.905
Totale immobilizzazioni	833.227	796.669	Banche controllanti collegate	446.087	442.009
ATTIVO CIRCOLANTE			controllate	16.959	15.831
Scorte di magazzino	331.528	336.058	Altri	68.700	60.598
Liquidità differite			Totale passività consolidate	604.415	597.343
Crediti	380.825	437.914	PASSIVITA' CORRENTI		
Ratei e risconti	43.507	42.057	Banche	96.180	160.993
Totale liquidità differite	424.332	479.971	Fornitori	220.613	218.025
Liquidità immediate	582	705	Tributari	296.710	265.203
Totale attivo circolante	756.442	816.734	Previdenziali	9.138	9.015
			Altri	10.936	3.092
			Ratei e risconti	14.455	12.002
			f.di rischi e oneri	1.079	1.205
TOTALE CAPITALE INVESTITO	1.589.669	1.613.403	Totale passività correnti	649.111	669.535
			TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO	1.589.669	1.613.403

Di seguito si mostrano gli indici di disponibilità immediata, l'indice di liquidità del capitale investito e quello di rigidità delle fonti di finanziamento:

LIQUIDITA' IMMEDIATA	2001	2000
<u>Disponibilità immediate + Crediti</u> Passività correnti	0,65	0,72

RIGIDITA' DELLE FONTI	2001	2000
<u>Capitale investito</u> Passività correnti	2,45	2,41

LIQUIDITA' DEL CAPITALE INVESTITO	2001	2000
<u>Disponibilità immediate + Crediti</u> Capitale investito	0,27	0,30

I valori degli indici su esposti consentono di rilevare la stretta correlazione tra l'indice di disponibilità immediata e gli altri indici. La bassa liquidità del capitale investito e l'elevata rigidità delle fonti di finanziamento determinano, infatti un valore inferiore all'unità dell'acid test.

Sul valore assunto da detto indice nel secondo anno incidono due effetti: un incremento della rigidità delle fonti di finanziamento ed una contestuale diminuzione nelle poste più liquide dell'attivo. Queste variazioni, incidendo entrambe negativamente sull'indice di liquidità, producono un effetto moltiplicativo nella diminuzione delle disponibilità immediate.

Un esame meccanico della situazione finanziaria dell'impresa X sulla base dei valori standard degli indici, implicherebbe una valutazione negativa sulla possibilità dell'impresa di far fronte agli impegni di breve termine, essendo l'indice di disponibilità immediate inferiore all'unità.

Tuttavia, per dare una valutazione sullo stato di solvibilità dell'impresa è opportuno osservare anche l'indice di disponibilità differite e le sue determinanti:

LIQUIDITA' DIFFERITA	2001	2000
<u>Capitale circolante lordo</u> Passività correnti	1,17	1,22

RIGIDITA' DELLE FONTI	2001	2000
<u>Capitale investito</u> Passività correnti	2,45	2,41

LIQUIDITA' DEL CAPITALE INVESTITO	2001	2000
<u>Capitale circolante lordo</u> Capitale investito	0,47	0,50

Si evince chiaramente il peggioramento nelle disponibilità differite dell'impresa, dovuto ad una diminuzione nell'incidenza del capitale circolante sull'attivo ed ad un contestuale irrigidimento delle fonti di finanziamento.

Il valore dell'indice, tuttavia è superiore all'unità, il che indica un capitale circolante netto positivo e, di conseguenza la solvibilità dell'impresa nel breve termine potrebbe non essere a rischio. Per dare una valutazione corretta bisognerebbe conoscere più dettagliatamente il grado di liquidità delle scorte di magazzino. Una simile situazione, seppure non ottimale, potrebbe non essere a rischio in presenza di scorte facilmente liquidabili.

D'altra parte l'osservazione dei rapporti di solidità dell'impresa evidenziano un margine di struttura allargato positivo, a fronte di un margine strutturale di primo livello negativo:

COPERTURA DELLE IMM. CON CAPITALE PROPRIO E DEBITO A M/L TERMINE	2001	2000
<u>Netto + Passività consolidate</u> Immobilizzazioni	1,13	1,18

COPERTURA DELLE IMM. CON CAPITALE PROPRIO	2001	2000
<u>Patrimonio netto</u> Immobilizzazioni	0,40	0,43

È evidente che l'entità delle fonti di finanziamento a lungo termine è adeguata alla copertura degli investimenti in immobilizzazioni, sebbene anche questo rapporto è in peggioramento.

In definitiva l'esempio dimostra che la situazione finanziaria dell'impresa X presenta qualche valore anomalo degno di un approfondimento ulteriore soprattutto in riferimento alla liquidabilità delle scorte ed al ciclo monetario della gestione.

In conclusione occorre ribadire che le analisi effettuate attraverso la costruzione del sistema di indici e/o di margini viene comunemente definita analisi di tipo statico in quanto le informazioni desunte si riferiscono a grandezze *stock*. Pertanto, tale tipo di indagine viene affiancata da quella di tipo dinamico, rappresentata dall'analisi per flussi.

4.2 ANALISI PER FLUSSI

L'analisi dei flussi finanziari tende a fornire informazioni (di natura finanziaria) complementari a quelle desumibili dalla sola lettura del bilancio d'esercizio opportunamente riclassificato, in quanto permette di investigare sulle cause di variazione intervenute nella grandezza osservata, in un dato intervallo temporale.

Così operando, tale analisi consente di

- analizzare la politica dei finanziamenti adottata dall'impresa;
- giudicare la politica degli investimenti realizzati;
- valutare la “sinergia” delle due politiche.

Ma cosa si intende per flusso? Sinteticamente, esso rappresenta un movimento elementare del fondo, non scomponibile ulteriormente; il fondo è la grandezza osservata, e, nella pratica, esso può corrispondere alla totalità degli aspetti finanziari delle operazioni d'impresa, al capitale circolante netto (d'ora in poi CCN) o al *cash flow*.

Lo strumento che permette questo tipo di analisi è definito rendiconto finanziario: esso, in funzione delle informazioni sulla situazione finanziaria di cui l'impresa necessita, può analizzare le variazioni delle risorse finanziarie totali (*funds flow statement*), quelle del patrimonio circolante netto (*working capital statement*) ed infine quelle delle variazioni della disponibilità monetaria netta (*cash flow statement*).

Relativamente alla prima tipologia di rendiconto, le indagini svolte su tale grandezza mirano ad individuare e ad analizzare le relazioni intercorrenti tra fonti ed impieghi, legando in modo dinamico e complementare visione economica e finanziaria. Si tratta, in sintesi, di un confronto tra flussi provenienti da fonti e destinati a determinati impieghi, in modo da evidenziare come e perché si è modificata la struttura e la compagine finanziaria dell'impresa in un dato intervallo temporale e come si prevede essa possa evolversi in futuro.

Al contrario, le analisi svolte attraverso il rendiconto del capitale circolante netto tendono ad investigare sulle grandezze specifiche che spiegano le variazioni intervenute nell'entità della grandezza osservata (CCN). Pertanto, scopo dell'analisi non è soltanto indagare di quanto è variato il CCN ma anche quali sono stati i fattori e le cause che hanno determinato tale variazione. Così, ad esempio, l'impresa avrà interesse a

conoscere se la variazione riscontrata nell'entità del CCN è da attribuirsi alla gestione corrente o, al contrario, ad operazioni estranee a quest'ultima. In particolare, i movimenti finanziari che alimentano e condizionano la dimensione finanziaria dell'impresa possono riguardare due tipologie di operazioni: quelle attinenti alla gestione corrente e quelle, invece, estranee alla stessa; rientrano in quest'ultima categoria le operazioni di investimento/disinvestimento a medio e lungo termine, quelle di accensione/estinzione di finanziamenti (a titolo di proprietà o di prestito) a medio e lungo termine, come pure la corresponsione dei compensi a titolo di interesse o di dividendi.

Occorre, tuttavia, chiarire il contenuto di capitale circolante. A tal proposito, sono state fornite diverse definizioni e cioè:

- somma dei valori immediatamente disponibili (cassa e banca)
- somma delle attività al netto delle immobilizzazioni
- somma delle attività immediatamente disponibili

Se poi si parla di Capitale Circolante *Netto*, allora esso può essere visto come:

- eccedenza del capitale proprio e di terzi a medio e lungo termine sulle immobilizzazioni
- eccedenza dell'attivo disponibile sui debiti a breve termine

L'accezione più comunemente adottata è quella che vede il capitale circolante come attivo disponibile (ovvero liquidità immediate, più liquidità differite, più rimanenze); deducendo dal capitale circolante il passivo corrente si ottiene il CCN.

Quest'ultimo può essere, a sua volta, distinto in finanziario ed operativo: la configurazione di CCN operativo presuppone la considerazione delle sole variabili di pertinenza della gestione appunto operativa; restano pertanto esclusi, ad esempio, i crediti verso l'erario per gli anticipi delle imposte sul reddito, i conti correnti bancari passivi che non scaturiscono da elasticità di cassa, i fondi svalutazione crediti come pure i debiti correnti non relativi all'attività caratteristica. Sicché, le cause che spiegano la variazione di CCN operativo riguardano i movimenti finanziari della gestione caratteristica ed i movimenti monetari derivanti dalle altre aree gestionali.

Nel rendiconto in parola, i flussi di capitale circolante netto "in senso stretto" comprendono tutti quei movimenti della gestione degli investimenti/disinvestimenti, dei finanziamenti e quello della gestione reddituale che hanno diretti riflessi sull'entità del fondo osservato, escludendo le "*non fund transactions*". Sicché, ad esempio, nell'ambito della gestione reddituale, gli ammortamenti come pure gli accantonamenti, costituiscono fonti di CCN. Tuttavia, tal risultato va comunque inquadrato in una visione economica d'insieme, in cui i ricavi siano superiori ai costi totali (monetari e non monetari). Infatti, in presenza di accantonamenti con un risultato dell'esercizio negativo, il contributo che la gestione reddituale apporta al CCN non muta: questo infatti, sarà pari, secondo il procedimento diretto, alla somma algebrica del risultato dell'esercizio, dei costi e dei ricavi non monetari. Ciò spiega come l'interpretazione delle informazioni riguardanti la dinamica finanziaria si risolve spesso in termini di comportamenti valutativi adottati.

I diversi strumenti che compongono il rendiconto in oggetto (dimostrazione delle fonti e degli impieghi, prospetto di variazione del CCN, prospetto di gestione reddituale) forniscono un sistema di informazioni

complementari. Se, ad esempio, le fonti di CCN superano gli impieghi, significa che l'impresa ha generato risorse per ottemperare alle esigenze di breve periodo.

In ultimo, il rendiconto della liquidità espone le variazioni intervenute nella grandezza osservata (*cash flow*). Siffatto strumento permette, così, di controllare la gestione della tesoreria ed al contempo di disporre di informazioni per la costruzione del *budget* di cassa. Il concetto di *cash flow* può essere inteso come flusso di cassa, ossia come differenza tra entrate ed uscite monetarie intercorsa in un determinato periodo osservato, oppure come disponibilità di cassa generata dalle operazioni di esercizio (*cash flow* operativa). Il concetto di flusso finanziario, in tal caso, è osservato secondo il principio di cassa valutando se l'operazione ha generato impiego o fonte di liquidità.

Tuttavia, è possibile attribuire al *cash flow* un concetto di autofinanziamento in senso ampio, ossia come somma dell'utile non distribuito, dell'ammortamento e degli accantonamenti (si parla più precisamente di *net cash flow*) ed esprime la capacità dell'impresa di finanziare gli investimenti con mezzi interni. Nel rendiconto, il significato riconosciuto è quello di flusso di cassa, escludendo quei valori in entrata ed in uscita che si realizzano entro l'anno (che rientrano, viceversa, nella composizione del CCN). Lo strumento in oggetto permette, così, di ottenere informazioni sul contributo delle varie aree gestionali (reddituale, extra reddituale, corrente) alla formazione/assorbimento di *cash flow* e, quindi, sulle relative cause di variazione. E' evidente che le variazioni intervenute, nelle consistenze di magazzino, nei debiti e nei crediti a breve scadenza costituiscono fonti ed impieghi di liquidità.

In genere, la determinazione del flusso di cassa può avvenire in due modi:

- diretto: considerando le sole entrate ed uscite connesse con i costi ed i ricavi della gestione (corrente, tipica, reddituale).
- indiretto: partendo dall'utile d'esercizio ed a ritroso operando le rettifiche per determinare l'autofinanziamento ed i flussi di liquidità provenienti dalla gestione reddituale, corrente ed operativa.

A livello regolamentare, occorre precisare che, in Italia, la Commissione Nazionale dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri per la statuizione dei principi contabili ha emanato, nel 1977, il documento n. 2 che regola la compilazione del rendiconto finanziario relativo al capitale circolante netto ad al flusso di cassa. Al contrario, nel panorama internazionale, lo ias n. 7 ha lasciato ampia discrezionalità circa forma e contenuti del documento in parola, seppur con qualche nota di diversità nel contenuto e nel concetto stesso di "rendiconto finanziario". In tal senso, il successivo principio contabile ias n. 13 fornisce, fra l'altro, informazioni sul concetto di attività e di passività correnti.

In sintesi, ciascuna tipologia di rendiconto più sopra adombrata permette di ottenere specifiche informazioni. Tuttavia, occorre ribadire che i giudizi formulati appaiono strettamente condizionati dalla scelta dei criteri di valutazione adottati come pure dai criteri di classificazione delle voci di bilancio. Inoltre, il documento in oggetto mostra taluni limiti connessi con la scarsa capacità di misurazione della *performance* finanziaria dell'impresa in un'ottica prospettica. Infatti, eventuali politiche aziendali caratterizzate da scarsi investimenti, dalla crescita dell'indebitamento oppure da elevati disinvestimenti determinano sicuramente

flussi finanziari positivi che, tuttavia, preludono al deterioramento dell'economicità della combinazione economica d'impresa.

Inoltre, è opportuno precisare che la ricostruzione puntuale di tutti i flussi è molto onerosa sia in termini di tempo, sia in termini di effettiva utilità; pertanto, per le voci di bilancio che prevedono flussi in entrata ed in uscita giornalieri è preferibile ricorrere direttamente all'impiego dei saldi, mentre per tutti i flussi di lungo termine si ricercheranno i movimenti effettivi.

In ultimo, va osservato come un utilizzo più proficuo del rendiconto lo si ottiene operando anche in una logica anticipatoria, oltre che consuntiva, ossia attraverso la previsione dei flussi finanziari nell'attività di programmazione della gestione aziendale. Tale percorso richiede, in primo luogo, la conoscenza della struttura finanziaria iniziale dell'impresa, quindi la elaborazione puntuale dei programmi di investimento ipotizzati come pure il programma dei finanziamenti ed il livello di liquidità prescelto, il tutto in considerazione delle condizioni di mercato e d'ambiente. L'impiego del rendiconto finanziario previsionale consente all'impresa di ottenere informazioni sulla relazione esistente tra i flussi finanziari e le politiche di finanziamento e tra i flussi finanziari e la gestione della tesoreria in chiave prospettica. Così, ad esempio, la scelte delle fonti finanziarie deve essere effettuata in considerazione della struttura degli investimenti programmati, così come si evincerà dal rendiconto derivante dai bilanci preventivi aziendali (stato patrimoniale previsionale, conto economico previsionale, budget).

5. CONCLUSIONI

Il presente documento ha analizzato la condizione di equilibrio finanziario di un'impresa con il duplice obiettivo di descriverne la rilevanza e di tracciare una mappa dei principali strumenti per l'analisi ed il controllo. Per raggiungere tali obiettivi la trattazione è stata suddivisa in tre parti principali.

Nella prima parte si definisce l'equilibrio finanziario, inquadrandolo nella visione, largamente accettata in letteratura, di impresa come sistema aperto e, pertanto, inserendolo nella più ampia concettualizzazione sulla globalità degli equilibri di gestione. In questa parte sono state riassunte le principali conclusioni del dibattito teorico sui tre equilibri di gestione (economico, finanziario e patrimoniale), evidenziando come tra essi esistano degli stretti legami. Si è osservato che, sebbene nel lungo periodo l'equilibrio economico e quello finanziario tendono a coincidere, nel breve/brevissimo termine ciò non accade a causa della discrepanza esistente tra il ciclo economico e quello finanziario-monetario. Tra le due condizioni la prospettiva economica è prevalente in quanto implica, nel lungo termine l'esistenza anche della condizione di equilibrio finanziario. Per contro l'equilibrio patrimoniale è una condizione derivata rispetto agli altri equilibri della gestione, perché soltanto se l'impresa è in equilibrio economico e finanziario può garantire il miglioramento della situazione patrimoniale.

La seconda parte del documento è dedicata ad un'analisi più centrata del problema dell'equilibrio finanziario e, pertanto, analizza i fabbisogni e le relative modalità di copertura. Si è distinto il concetto di equilibrio

finanziario “statico” da quello osservato da un punto di vista “dinamico”, sottolineando che nella pratica l’insieme dei fabbisogni aziendale è continuamente mutevole e, pertanto, una corretta analisi dell’equilibrio deve essere effettuata non solo in base alla visione statica, ma anche considerando la prospettiva dinamica. In tal senso si è osservato che l’omogeneità tra fonti ed impieghi non è sinonimo di equilibrio finanziario dinamico, ma che tale condizione deriva dalla compresenza di quattro caratteristiche della struttura del passivo, specificatamente omogeneità, elasticità, flessibilità ed economicità.

In questa sezione del documento si è avuto modo di sottolineare l’importanza di predisporre delle modalità di previsione dei fabbisogni finanziari di liquidità, al fine di evitare improvvise situazioni temporanee di squilibrio per le quali, di norma, si ricorre a coperture più onerose.

La terza parte del documento è interamente dedicata agli strumenti operativi di analisi e gestione dell’equilibrio finanziario. Tra le varie tecniche di analisi è stato dato un più ampio spazio alla trattazione delle analisi per flussi perché queste rappresentano le modalità di analisi più importanti di cui l’impresa dispone per monitorare le condizioni di equilibrio finanziario.

La differenza fondamentale tra l’analisi per flussi e le altre tipologie di valutazione e controllo, che la rende particolarmente utile ai fini di controllo e gestione dell’equilibrio finanziario è rappresentata dall’opportunità che essa offre di spiegare le cause delle variazioni intervenute in un dato periodo temporale. Gli altri tipi di analisi, infatti, forniscono solo delle indicazioni generali sull’andamento gestionale nel periodo, in quanto confrontano delle grandezze totali.

