

ELEMENTI DI FINANZA AZIENDALE

1.1. Evoluzione e contenuti della funzione finanziaria d'azienda

Gli studi sulle “questioni” finanziarie sono essenzialmente riconducibili a tre principali aree di interesse: i mercati, gli intermediari finanziari e la finanza aziendale. Si tratta, come è evidente, di discipline che presentano forti livelli di interconnessione e, in alcuni casi, di vera e propria sovrapposizione in termini di argomenti e strumenti di analisi impiegati e che hanno altresì in comune una origine piuttosto recente – rispetto ad altri filoni dell'economia aziendale –, ma anche una storia segnata da continue modifiche ed evoluzioni che procedono di pari passo rispetto ai cambiamenti riscontrati nello scenario macroeconomico di riferimento.

Il presente volume si propone di approfondire in maniera specifica il tema della finanza d'azienda, disciplina che trova la sua ragione d'essere nell'esigenza di gestire i flussi finanziari generati dall'attività imprenditoriale seguendo principi di efficacia e di efficienza. La necessità di creare ed alimentare una disciplina autonoma specificamente dedicata all'analisi delle dinamiche finanziarie che coinvolgono l'azienda, nasce negli Stati Uniti intorno al 1920 in seguito al repentino sviluppo dei mercati finanziari innescato da una consistente ondata di quotazioni sui mercati ufficiali e dalla realizzazione di importanti operazioni di finanza straordinaria (in particolare fusioni). L'affermazione dei mercati finanziari quali luoghi di scambio di attività emesse dalle società quotate ha inevitabilmente condizionato, modificandolo, l'approccio delle aziende verso le problematiche finanziarie espresse dalla gestione¹. Si assiste pertanto ad una repentina evoluzione quantitativa e qualitativa sia del fabbisogno finanziario emergente dai processi produttivi, sia delle modalità di copertura dello stesso: di qui l'urgenza di dotare l'organizzazione aziendale di una funzione espressamente dedicata alla comprensione ed alla risoluzione delle nuove problematiche di ordine finanziario. L'organigramma aziendale viene pertanto

¹ Van Horne J.C., 1984, *Teoria e tecnica della finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, p. 15 e 16.

arricchito con l'introduzione di una nuova figura, ovvero il management finanziario², destinato a svolgere in maniera professionale compiti precedentemente affidati in via residuale ai responsabili dell'area amministrativo-contabile che li eseguivano seguendo schemi e regole d'azione prestabilite e formalizzate³. L'importanza della finanza aziendale è stata poi consolidata per effetto del crollo del sistema finanziario statunitense avvenuto nel 1929, ponendo in evidenza il ruolo strategico attribuito alla funzione finanziaria⁴ nella gestione della crisi in atto.

Tale innovazione, resasi necessaria in virtù del passaggio da uno scenario stabile ad un contesto dinamico e turbolento, ha contribuito ad alimentare il dibattito sui temi della finanza aziendale ed a fornire risposte adeguate alle problematiche di volta in volta espresse dalla gestione d'impresa⁵. Il mondo della teoria finanziaria è stato protagonista nel corso degli anni di una profonda evoluzione, segnata da alcuni passaggi fondamentali, come l'elaborazione di nuovi modelli di riferimento (teoria del portafoglio, *capital asset pricing model*, *arbitrage pricing theory*), la creazione di strumenti finanziari sempre più sofisticati (contratti derivati, tipologie specifiche di azioni e obbligazioni, fondi comuni di investimento), la nascita di nuovi mercati, canali e figure professionali di intermediazione.

Con riferimento al contesto italiano, la nascita e l'affermazione della finanza aziendale quale disciplina autonoma e di una specifica funzione finanziaria nell'ambito dell'organizzazione aziendale hanno fatto registrare un sensibile ritardo rispetto ai tempi illustrati per il caso statunitense, ritardo imputabile a diverse cause: la scarsa rilevanza, tuttora riscontrabile, dei mercati finanziari e delle imprese quotate; un tessuto economico fondato su imprese di piccole e medie dimensioni; sostanziale coincidenza tra proprietà e controllo; spiccato orientamento agli

² Con tale espressione ci si intende riferire genericamente a tutti i soggetti che, all'interno dell'organizzazione aziendale, assumono la responsabilità della gestione delle risorse finanziarie.

³ Dallochio M., 1995, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Milano, Egea, p. 6.

⁴ Brugger G., 1979, *La Funzione finanziaria nell'impresa*, Angeli, Milano, p. 16.

⁵ Renzi A., 2005, *Criteri di analisi finanziaria nell'economia d'impresa. Flussi finanziari, mercato e valore*, Torino, Giappichelli Editore, p. 5.

intermediari piuttosto che ai mercati; forte intervento dello Stato nella regolamentazione del sistema economico e spesso anche nella gestione diretta di alcune importanti realtà imprenditoriali⁶. Si tratta delle principali motivazioni che hanno rallentato il processo evolutivo della finanza d'azienda e l'“attecchimento” della funzione finanziaria all'interno dell'organigramma: in altri termini, i problemi di ordine finanziario venivano interpretati e risolti soltanto sotto il profilo operativo, ovvero limitando l'approccio al mondo finanziario alla contrattazione dei debiti con gli istituti di credito per consentire il corretto svolgimento del ciclo produttivo.

La profonda crisi che ha coinvolto il mondo economico negli anni settanta e le conseguenze che ne sono derivate soprattutto in termini di crescita del livello di rischio sistemico e di scarsità di risorse finanziarie, hanno posto le imprese, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, di fronte alla necessità di modificare ed innovare sensibilmente l'approccio alle dinamiche finanziarie. Le direttrici lungo le quali l'impresa avrebbe dovuto (il condizionale è d'obbligo, considerando l'elevato numero di aziende che non ha voluto o potuto implementare tali modifiche) costruire un nuovo modo di pensare la finanza sono riconducibili essenzialmente ai seguenti aspetti:

- inserimento nell'organigramma aziendale di una specifica funzione finanziaria, dotata dei requisiti professionali e del *know how* necessario per affrontare tutte le problematiche legate alla gestione dei flussi;
- ampliamento delle competenze di natura finanziaria, andando oltre l'ambito puramente operativo e consentendo all'area finanza di partecipare alla formazione delle decisioni strategiche dell'impresa. In altri termini, è stato necessario affrontare il passaggio da una finanza puramente “operativa” ad una finanza dotata di “contenuti strategici”⁷.

È stata acquisita la consapevolezza che la finanza non è fatta soltanto della ricerca di risorse presso le banche a costi sostenibili e, soprattutto, che i riflessi finanziari di

⁶ Pochetti G., 2001, *Finanza aziendale. 1. Le funzioni finanziarie d'impresa*, Torino, Utet, pp. 8-9.

⁷ Colombi F., 2003, *Finanza condizionata e teoria del valore. Volume I. Del merito e del metodo*, Roma, Aracne, p. 21.

tutti i fatti di gestione non si esauriscono nell'acquisizione di capitali dall'esterno, ma presentano origini e manifestazioni molto più complesse ed articolate, degne di essere valutate ed approfondite al fine di garantire il raggiungimento di condizioni di equilibrio economico-finanziario. Soltanto un approccio consapevole, professionale e orientato a gestire le dinamiche finanziarie in una prospettiva strategica consente alle imprese di affrontare le nuove sfide della complessità: la globalizzazione in atto, l'elevato grado di competizione sia a livello interno, sia in ambito internazionale (si pensi, a titolo di esempio, all'"invasione" dei prodotti provenienti dall'est asiatico), i progressi fatti registrare dall'*information technology* ed il ruolo di primo piano assunto dalla comunicazione economico-finanziaria, la riduzione della vita utile degli investimenti, il tentativo di offrire nuovi impulsi all'ampliamento dei mercati borsistici, la creazione di strumenti finanziari sempre più sofisticati e personalizzati, l'aumento dei rischi, con particolare riferimento alle oscillazioni dei tassi di interesse.

Gli studi di finanza aziendale permettono alle aziende, o meglio al management finanziario, di avere a disposizione le conoscenze teoriche ed i modelli di riferimento per la risoluzione delle problematiche inerenti la gestione dei flussi di finanziamento e di investimento, influenzando le competenze della funzione finanziaria la cui esperienza diretta riesce a sua volta ad offrire utili spunti di riflessione per la realizzazione di elaborazioni teoriche.

Una volta chiarito il contenuto strategico che deve essere riconosciuto all'area finanza all'interno dell'organizzazione aziendale, occorre procedere alla definizione del ruolo e dei compiti da affidare alla funzione finanziaria. In primo luogo è importante sottolineare come l'esigenza di dedicare risorse e competenze alla risoluzione delle problematiche di ordine finanziario dovrebbe essere avvertita ed opportunamente affrontata da tutte le imprese, a prescindere dalle dimensioni e dall'attività svolta. L'osservazione della realtà, però, mostra una situazione che, con specifico riferimento al contesto italiano, appare ancora lontana dal raggiungimento di una piena affermazione della funzione finanziaria all'interno dell'organigramma

aziendale. Le cause sono riconducibili in parte ad una eredità culturale ancora presente nel nostro tessuto imprenditoriale, contrassegnata da una scarsa rilevanza delle questioni finanziarie e consolidata nel corso degli anni per effetto di tutte le argomentazioni riportate in precedenza; dall'altra, la presenza preponderante sul territorio di aziende di piccole e medie dimensioni pone importanti limiti sia in termini di acquisizione delle competenze professionali richieste dall'adozione di una specifica funzione finanziaria, sia sotto il profilo della disponibilità di risorse da destinare a tale scopo.

In effetti, è facile notare come la presenza di una adeguata "area finanza" sia riscontrabile soprattutto all'interno delle imprese di maggiori dimensioni, dotate delle caratteristiche strutturali e dei capitali finanziari ed intellettuali indispensabili per garantire un corretto monitoraggio delle dinamiche finanziarie espresse dalla gestione.

Laddove presente, l'area finanza svolge una serie di attività aventi contenuti sia operativi, sia strategici che possono essere sintetizzati nel modo seguente:

- *programmazione e pianificazione finanziaria*. Una accorta gestione imprenditoriale impone la progettazione dei flussi finanziari generati dalle operazioni di gestione, sia nel breve termine, attraverso il budget, principale strumento di programmazione economico-finanziaria, sia in un'ottica di lungo periodo inserendo nella pianificazione le scelte strategiche compiute dall'impresa. Il monitoraggio degli accadimenti aziendali e l'analisi degli eventuali scostamenti tra quanto previsto e quanto effettivamente realizzato sono realizzati mediante l'impiego dei meccanismi di *reporting*⁸;

⁸ Per un approfondimento dei temi di programmazione, pianificazione e controllo di gestione si vedano Amigoni F., 1995, (a cura di), *Misurazioni d'azienda: programmazione e controllo*, Milano, Giuffrè; Marchi L., 1993, *I sistemi informativi aziendali*, Milano, Giuffrè; Brusa L., 1987, *Condizioni di efficacia del controllo di gestione*, in Aa.Vv., *Scritti di economia aziendale per Egidio Giannessi*, Pisa, Pacini Editore; Terzani S., 1999, *Lineamenti di programmazione e controllo*, Padova, Cedam; Barbato M., 1991, *Il controllo di gestione in un'ottica strategica*, Torino, Utet; Bocchino U., 1994, *Controllo di gestione e budget*, Milano, Giuffrè Editore.

- *acquisizione dei capitali*. Il management finanziario è chiamato a valutare tutte le alternative possibili per la raccolta di risorse, sia a titolo di capitale proprio, sia nella forma contrattuale del debito. La scelta è compiuta principalmente sulla base dei vincoli giuridici, del costo associato al finanziamento e delle caratteristiche dello stesso in termini di durata e facilità di acquisizione. Il tema sarà approfondito in seguito;
- *valutazione degli investimenti*. L'impiego delle risorse acquisite deve avvenire nel rispetto di importanti postulati di ordine economico-finanziario, al fine di individuare la composizione degli investimenti in grado di accrescere nella maggiore misura possibile il *valore* dell'impresa⁹. In tale prospettiva, la funzione finanziaria si avvale dell'ausilio delle tecniche di *capital budgeting*, di seguito analizzate;
- *gestione della liquidità*. Uno dei principali compiti assegnati al management finanziario consiste nell'assicurare all'impresa, in ogni momento, la capacità di far fronte tempestivamente, economicamente e nel rispetto dei principi di corretto funzionamento del ciclo produttivo, agli impegni di pagamento. Anche il tema della liquidità e della gestione della tesoreria costituirà l'oggetto di una specifica trattazione;
- *gestione dei crediti e del capitale circolante*. Si tratta di offrire un concreto supporto allo svolgimento del ciclo produttivo e distributivo dell'impresa, con particolare riferimento alla definizione dei tempi di riscossione dei crediti dalla clientela – da valutare anche rispetto ai tempi di dilazione concessi dai fornitori –, nonché all'analisi delle modalità e dei costi di gestione delle scorte di materie, prodotti e semilavorati;
- *operazioni di finanza straordinaria*¹⁰. La predisposizione e la realizzazione di operazioni quali fusioni, scissioni, scorpori o acquisizioni impongono attenti

⁹ Il concetto di “valore” dell'impresa sarà definito tra breve e costituirà il filo conduttore dell'intero volume.

¹⁰ Manelli A., 1999, *Finanza aziendale. 3. Finanza straordinaria*, Torino, Utet.

e continui studi e monitoraggi da parte dell'area finanza, chiamata in tali ipotesi ad esprimere pienamente la sua valenza strategica.

Ciascuno dei compiti appena descritti è svolto dalla funzione finanziaria in costante collaborazione con le altre aree funzionali dell'impresa¹¹. Ad esempio, appare evidente come la gestione dei crediti e la conseguente determinazione dei tempi di dilazione concessi ai clienti non possa avvenire senza valutare opportunamente le richieste, spesso contrastanti, dell'area commerciale. Si rende pertanto necessario mediare tra opposte esigenze: da un lato, l'area finanza spinge per ridurre le scadenze dei crediti al fine di monetizzare quanto prima possibile i ricavi di vendita e disporre delle relative risorse finanziarie; dall'altro, la funzione commerciale che viceversa interpreta la concessione di lunghi tempi di dilazione come una politica di promozione delle vendite¹².

Anche la selezione degli investimenti, altro importante compito affidato al management finanziario, non può avvenire esclusivamente sulla base di considerazioni di ordine economico-finanziario, ma nel rispetto delle caratteristiche del ciclo produttivo e dunque in accordo con l'area della produzione. Quest'ultima funzione risulta altresì protagonista nella valutazione delle risorse da destinare all'acquisto di materie prime ed in generale di tutti i fattori della produzione. Rientra in tale logica anche il problema della definizione del lotto minimo di scorte da detenere in magazzino, da valutare sia in termini di quantità, sia e soprattutto, sotto il profilo dei costi impliciti ed espliciti connessi al loro mantenimento¹³.

Risulta pertanto evidente come lo svolgimento delle attività attribuite alla funzione finanziaria, oltre a richiedere specifiche competenze ed elevati livelli di professionalità, postulano altresì la predisposizione di un efficace sistema di comunicazione e relazioni tra le varie aree in cui è suddivisa l'organizzazione aziendale. In particolare, i principi che devono ispirare il *modus operandi* dell'impresa sono sintetizzabili nelle seguenti espressioni: decentramento funzionale,

¹¹ Colombi F., 2003, op. cit., p. 23.

¹² Merlani C., 1956, *Il Credito mercantile*, Milano, Giuffrè, p. 22 e 23.

¹³ Van Horne J.C., 1984, op. cit., pp. 599 e ss.

necessario in considerazione dell'elevato grado di specializzazione associato a ciascuna area funzionale; accentramento decisionale, indispensabile per garantire la necessaria rapidità nei processi decisionali¹⁴.

1.2. La creazione di valore come obiettivo dell'impresa

I compiti assegnati alla funzione finanziaria e precedentemente accennati devono ovviamente essere coerenti con le linee guida dettate e perseguite dal management. Appare dunque indispensabile individuare gli obiettivi alla base dell'attività imprenditoriale per poi tradurli in aspetti operativi da affidare a ciascuna area funzionale dell'azienda. Le domande fondamentali che si pongono a questo punto sono le seguenti: qual è, o quale dovrebbe essere, la finalità ultima di una impresa? Esiste una funzione obiettivo unificatrice, oppure è necessario porsi di fronte ad una serie di sub-obiettivi da raggiungere?

Si tratta di interrogativi che per lungo tempo hanno “tormentato” gli studiosi di economia aziendale ed in particolare di finanza, alla costante ricerca di un obiettivo da considerare valido in senso assoluto, ovvero a prescindere da considerazioni e vincoli inerenti la dimensione, la struttura organizzativa, gli assetti di *corporate governance* o il settore economico di appartenenza di una azienda. Per offrire una risposta corretta al problema appena posto, sembra però opportuno, a parere di chi scrive, formulare la domanda adottando una diversa ottica di osservazione: in altri termini, anziché ricercare in maniera astratta un obiettivo da porre a baluardo dell'agire dell'organizzazione, appare più logico chiedersi quali sono le azioni che l'impresa deve compiere per poter sopravvivere, affermarsi nel mercato e crescere nel tempo.

La risposta a questa domanda appare sicuramente più semplice ed immediata rispetto alle precedenti: l'impresa risulta vincente se e nella misura in cui riesce a creare “qualcosa” che abbia *valore* per tutti i suoi interlocutori (*stakeholder*). Ciò si

¹⁴ Ferrero G., 1981, *Finanza aziendale*, Milano, Giuffrè, p. 12.

verifica quando, ad esempio, l'azienda è capace di remunerare adeguatamente i suoi dipendenti, i quali pertanto sono consapevoli di svolgere una attività cui viene implicitamente associato un valore corretto; oppure, quando gli azionisti percepiscono un dividendo e/o un *capital gain* tali da compensare il rischio assunto in virtù dell'investimento realizzato nel capitale proprio dell'impresa; o ancora, quando i clienti giudicano corretto il prezzo del bene acquistato in funzione del valore ad esso associato. Soltanto laddove l'impresa con il suo agire ed il suo divenire risulti in grado di soddisfare le aspettative di tutti i soggetti a vario titolo interessati alle sue dinamiche, allora avrà posto le basi per il suo successo, ovvero, impiegando una terminologia più appropriata e consona ad un trattato di finanza aziendale, potrà affermare di aver *creato nuovo valore*¹⁵.

Ed è proprio da tali considerazioni che occorre partire per costruire una funzione obiettivo dell'impresa unanimemente accettata e condivisa. Pertanto, se è vero che la vita dell'impresa dipende dalla sua capacità di generare nuovo valore, allora ne consegue che l'obiettivo di fondo del suo agire, la meta verso la quale devono essere rivolti tutti gli sforzi dell'organizzazione, deve necessariamente essere la creazione di valore¹⁶.

La dottrina appare pressoché concorde nel far assurgere a funzione obiettivo di tutte le realtà imprenditoriali la creazione di nuovo valore e sembra così essere riuscita nell'intento di individuare e proporre una logica strategica ed operativa in grado di guidare le scelte del management. In realtà, sembra opportuno chiarire che il tema del valore e della sua massimizzazione come finalità ultima dell'azienda non è affatto recente: a ben vedere, infatti, si tratta di un approccio alle dinamiche aziendali da sempre ritenuto concettualmente valido e quasi scontato, ma che fino ad alcuni anni fa risultava ancora privo di una formalizzazione teorica e di un valido supporto strumentale, condizioni che ne hanno ritardato la diffusione presso le aziende a

¹⁵ Donna G., 1999, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Roma, Carocci Editore, p. 25.

¹⁶ Tra breve sarà chiarito il significato da attribuire al concetto di "valore".

vantaggio di obiettivi “surrogati” destinati ben presto ad evidenziare tutte le loro debolezze.

Occorre però segnalare che, se da un lato i riferimenti ai concetti di “valore del capitale” erano già ben presenti e focalizzati nella letteratura economico-aziendale della fine del 1800 (il principale riferimento è agli studi di Irwing Fisher¹⁷ prima e di Gino Zappa¹⁸ poi), dall’altro, le logiche e la pratica gestionale delle imprese erano sempre più orientate verso il perseguimento di un’altra finalità, più semplice e di immediata percezione e valutazione: la massimizzazione del profitto, che per molto tempo ha distolto l’interesse degli imprenditori dalla vera essenza e dalla stessa ragione d’essere del fenomeno azienda.

Concettualmente, l’adozione del profitto come obiettivo ultimo della gestione imprenditoriale trova giustificazione nella volontà di soddisfare in primo luogo – e a volte anche in via esclusiva – gli azionisti, ovvero la categoria di *stakeholder* maggiormente esposta al rischio d’impresa e, dunque, in base a tale logica, meritevole di una maggiore tutela che a sua volta si concretizza in una maggiore remunerazione. È evidente, però, come un approccio fondato su tali basi, se è in grado di premiare le aspettative dell’azionista nel breve termine, a lungo andare può creare danni irreparabili all’intera organizzazione, e quindi anche agli stessi azionisti: in effetti, la spasmodica ricerca dell’utile aziendale e l’eccessiva distribuzione di dividendi possono minacciare le potenzialità di crescita prima e di sopravvivenza poi dell’azienda, ponendo a rischio la sua stessa esistenza.

Una gestione orientata al raggiungimento del profitto è chiamata inevitabilmente a scontrarsi con una serie di limiti che ne minano la validità e che sono sintetizzabili nei seguenti:

- l’adozione di una logica imprenditoriale fondata sul breve termine, in contrapposizione con la natura stessa dell’impresa, definita «un istituto

¹⁷ Fisher I., 1932, *La natura del capitale e del reddito*, Torino, Utet. Si tratta della traduzione della versione originale dell’opera del 1896, *Appreciation and interest*, New York, Macmillan.

¹⁸ Zappa G., 1937, *Il reddito d’impresa*, Milano, Giuffrè.

economico destinato a perdurare nel tempo»¹⁹. Appare infatti evidente come un risultato d'esercizio positivo non può, di per sé, essere il segnale di un andamento favorevole dell'impresa, così come, al contrario, il conseguimento di una perdita non implica la formulazione di un giudizio negativo sulle dinamiche aziendali;

- gli aspetti della pianificazione e della programmazione assumono pertanto un significato del tutto marginale, in quanto il management è concentrato sulla realizzazione di risultati immediati;
- l'assenza – nelle valutazioni che assumono il reddito e la sua massimizzazione come la finalità principale dell'azienda – di qualsiasi riferimento al concetto di “rischio”, fattore che, come meglio si vedrà in seguito, riveste un ruolo essenziale nelle analisi finanziarie;
- la scarsa rilevanza attribuita agli *stakeholder* dell'impresa diversi dagli azionisti, aspetto che si pone chiaramente in antitesi rispetto a quanto affermato in precedenza in merito ai requisiti necessari per garantire il successo dell'organizzazione.

L'evoluzione degli studi di finanza aziendale, le innovazioni intervenute nel sistema economico e sociale e nei modelli di business delle aziende hanno progressivamente fatto emergere l'insufficienza e l'inadeguatezza della massimizzazione del profitto a rivestire il ruolo di obiettivo unico cui indirizzare tutte le attività aziendali.

Gli sforzi degli studiosi e degli “addetti ai lavori” si sono pertanto concentrati su un obiettivo, la creazione di valore del capitale appunto, divenuto oramai largamente condiviso e diffuso a livello internazionale, pur con le dovute modifiche rese necessarie per adattare il principio base alle caratteristiche strutturali dei diversi sistemi economici²⁰.

¹⁹ Zappa G., 1957, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, tomo II, Milano, Giuffrè, p. 37.

²⁰ Nel prossimo paragrafo saranno esaminati i principali modelli di riferimento per l'applicazione dell'obiettivo di creazione del valore nel contesto anglosassone e nel contesto dell'Europa continentale.

Le motivazioni alla base di un simile successo nato e cresciuto a partire dagli anni ottanta sono diverse²¹. In primo luogo, si tratta di un obiettivo *razionale*, in quanto coerente con la logica di crescita e sviluppo di lungo periodo che dovrebbe presidiare tutte le scelte dell'impresa. Inoltre, la creazione di nuovo valore appare una finalità *stimolante* per tutti i soggetti coinvolti nella gestione dell'impresa, spinti a perseguire strade nuove e opportunità potenzialmente in grado di contribuire alla crescita del capitale d'impresa. Altro aspetto degno di interesse è la facile *misurabilità* dell'obiettivo in parola, stante la disponibilità di modelli e strumenti all'uopo predisposti dalla dottrina e dalla pratica professionale.

Uno specifico approfondimento merita un ulteriore requisito associato all'obiettivo della creazione di valore, ovvero la sua *larga accettazione* da parte di tutti i soggetti coinvolti nell'organizzazione, dai dipendenti, ai manager, agli azionisti. Tale affermazione è direttamente riconducibile al principio di razionalità appena enunciato, in quanto una gestione dell'impresa orientata al lungo periodo e finalizzata alla crescita del valore del capitale presuppone necessariamente una politica volta alla ritenzione degli utili conseguiti ed al loro reinvestimento all'interno dell'azienda²². In altri termini, gli *stakeholder* – si tratta dunque di un discorso generico che non riguarda soltanto gli azionisti – tendono a preferire la crescita del valore del capitale nel tempo, e quindi la potenziale realizzazione di consistenti *capital gain*, a fronte della distribuzione di dividendi. Attenzione, però, perché la validità di tale assunto è subordinata al verificarsi di una specifica condizione: la convenienza a reinvestire gli utili nell'impresa si realizza soltanto quando il capitale investito garantisce un congruo rendimento, tale cioè da consentire appunto la generazione di maggior valore azionario²³.

²¹ Guatri L., 1991, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Milano, Egea, pp.25 e ss.

²² Guatri L., 1990, *Strategie d'impresa e massimizzazione del valore azionario*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 4, pp. 13-14.

²³ Le argomentazioni appena riportate rientrano nelle importanti decisioni che prendono il nome di "politica dei dividendi", cui si accennerà tra breve e che costituiranno l'oggetto di una specifica trattazione.

Se dunque risulta evidente la rilevanza e l'imprescindibilità della creazione di valore del capitale come funzione obiettivo dell'impresa, occorre comprendere *come* la funzione finanziaria possa contribuire ad assolvere questo importante compito: si tratta, cioè, di spostare l'attenzione da valutazioni strategiche ad aspetti eminentemente operativi. Tale passaggio merita però una doverosa puntualizzazione: l'adozione di un approccio fondato sul valore implica la presa di coscienza da parte del management finanziario dell'acquisizione di un ruolo diverso e se si vuole più maturo dell'intera gestione finanziaria dell'impresa. In effetti, in un'ottica tradizionale – ancora fortemente radicata – l'azienda è concepita esclusivamente come un soggetto richiedente strumenti e risorse finanziarie e, conseguentemente, la principale funzione dell'area finanza consiste nella ricerca di soluzioni di finanziamento in grado di minimizzare il costo dello stesso. Operando nella logica propria della creazione del valore, l'impresa non assume più soltanto il ruolo di acquirente di risorse, ma anche di venditore, nei confronti dei mercati finanziari, di propri strumenti (azioni e obbligazioni). Ne consegue una funzione finanziaria concentrata non soltanto sull'individuazione di fonti a basso costo, ma anche e soprattutto sulla massimizzazione del valore dei titoli posti sul mercato²⁴.

A ben vedere, infatti, molte delle problematiche che da sempre affliggono le imprese ed in particolare quelle italiane, sono riconducibili proprio ad una visione parziale delle competenze da attribuire alla funzione finanziaria. La scarsa attenzione da sempre mostrata al capitale proprio, alla sua valutazione ed interpretazione come strumento di scambio sui mercati, costituisce sicuramente una concausa – insieme ad altri fattori strutturali e congiunturali in precedenza citati – dell'eccessivo indebitamento a breve termine e della conclamata e persistente preferenza accordata alle politiche di indebitamento rispetto all'acquisizione di capitale di pieno rischio.

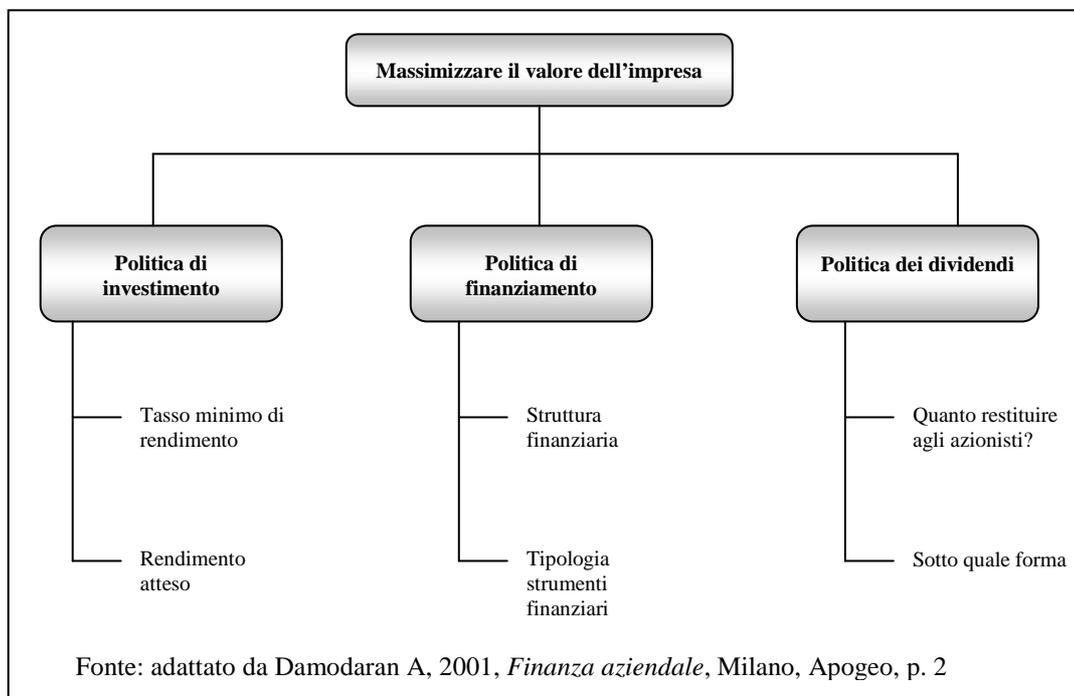
Compiuta questa importante precisazione, occorre ricondurre l'attenzione sulle modalità attraverso le quali l'impresa in generale ed il management finanziario in

²⁴ Dallochio M., Salvi A., 2005, *Finanza d'azienda*, II edizione, Milano, Egea, p. 12.

particolare, sono in grado di perseguire l'obiettivo della creazione di valore. Come illustrato in figura 1.1, i principi guida da seguire sono i seguenti:

- *politiche di investimento*, finalizzate alla ricerca di modalità di impiego delle risorse in grado di assicurare un rendimento minimo in linea con la redditività degli investimenti già in essere e, comunque, superiore rispetto al costo dei finanziamenti necessari per acquisire le relative risorse. In particolare, il rendimento atteso deve essere determinato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa – positivi e negativi – generati dai progetti di investimento selezionati;
- *politiche di finanziamento*, che si sostanziano in primo luogo nella definizione di una proporzione ottimale tra fonti prese a prestito e capitale proprio (si tratta, cioè, di costruire la struttura finanziaria migliore per l'impresa): la scelta è funzione delle caratteristiche degli investimenti da finanziare nonché del costo delle fonti. In un secondo momento, il management finanziario, preso atto delle decisioni formulate nella fase precedente, individua le forme tecniche e gli strumenti di finanziamento ritenuti maggiormente compatibili con il fabbisogno emergente dalla gestione;
- *politica dei dividendi*. Rientrano in quest'ambito le decisioni inerenti la remunerazione da assegnare agli azionisti, in termini di quantità e di forme tecniche, dopo avere opportunamente soddisfatto le aspettative degli altri *stakeholder*. Nello specifico, occorre definire la quota di utili da distribuire e, conseguentemente, anche la quota di utili da destinare all'autofinanziamento dell'attività aziendale.

Figura 1.1. Le linee guida della funzione finanziaria



Valore e sistemi di corporate governance: i costi di agenzia

Un interrogativo che si pone nell'approccio alla massimizzazione del valore riguarda la verifica di un eventuale legame o condizionamento prodotto sull'obiettivo in parola dal modello di *corporate governance* adottato dalle imprese. Si intendono cioè individuare i punti di forza e di debolezza dei diversi sistemi di governo delle aziende, rispetto all'adozione di una logica ispirata alla generazione di valore azionario²⁵.

In tale prospettiva, i principali modelli di riferimento sono i seguenti:

1. modello a proprietà chiusa
2. modello a proprietà ristretta
3. modello a proprietà diffusa.

²⁵ Rigamonti S., 2005, *Nuove quotazioni alla borsa italiana. Separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria*, Milano, Franco Angeli; Guatri L., Vicari S., 1994, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Milano, Egea.

Il modello a proprietà chiusa è tipicamente riscontrabile nel sistema economico italiano, caratterizzato da un numero preminente di imprese la cui proprietà è racchiusa nelle mani di pochi azionisti, spesso riconducibili ad un'unica famiglia di origine²⁶. Si tratta di una soluzione adottata soprattutto nelle imprese di piccole e medie dimensioni, ma che nel nostro Paese risulta presente anche nelle aziende più grandi ed importanti: a ben vedere, tale circostanza ha da sempre costituito uno dei limiti strutturali in grado di frenare il percorso di quotazione delle imprese nei mercati ufficiali.

In termini di *corporate governance*, il modello in parola si distingue per una sostanziale coincidenza tra i concetti di proprietà e controllo, circostanza che può favorire, sotto certi aspetti, il successo di un approccio orientato alla creazione di valore. In primo luogo, è indiscutibile una completa identificazione tra impresa e proprietario, elemento che garantisce un favorevole ritorno di immagine e che è risultato determinante per il successo del *made in Italy* nel mondo. In secondo luogo, la presenza della figura di proprietario-manager che gestisce l'impresa nel proprio interesse, coincidente con quello dell'intera organizzazione, assicura, almeno in linea teorica, il perseguimento di strategie di lungo respiro, caratteristica perfettamente coerente con la finalità di creazione di valore. Infine, è possibile riscontrare una certa rapidità del processo decisionale e dunque una maggiore capacità di adattamento ai mutamenti ed agli impulsi provenienti dall'esterno.

A fronte di questi evidenti vantaggi, è però doveroso segnalare anche la presenza di importanti limiti e ostacoli ad una corretta applicazione della creazione di valore. Il modello a proprietà chiusa, infatti, è spesso costretto ad affrontare problematiche di ordine finanziario, stante la scarsa apertura verso altri potenziali soci con le conseguenze che ne derivano in termini di: scarso livello di capitalizzazione; eccessivo ricorso all'indebitamento, soprattutto a breve termine; elevato costo dei finanziamenti; crescita del grado di rischiosità associato all'azienda. A ciò si

²⁶ Melis A., 1999, *Corporate governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, Torino, Giappichelli Editore.

aggiungono, a volte, anche problematiche di ordine culturale, stante la forte resistenza opposta dai vertici aziendali nei confronti dei cambiamenti e la bassa propensione a ricorrere all'istituto della delega.

Il modello a proprietà ristretta è facilmente rintracciabile nelle imprese di grandi dimensioni tedesche e giapponesi e costituisce una sorta di evoluzione del modello a proprietà chiusa appena citato. Esso infatti prevede la presenza di un azionariato di controllo stabile, spesso riconducibile anche ad istituti di credito e investitori istituzionali, e di numerosi piccoli azionisti che si dividono la quota di minoranza della società. È proprio nella stabilità che va rintracciato il principale punto di forza delle imprese che adottano tale meccanismo di governo, aspetto fortemente premiato dal mercato ed in generale da tutti i potenziali finanziatori. Inoltre, la presenza spesso riscontrata di investitori istituzionali all'interno del gruppo di controllo è giudicata sinonimo di correttezza gestionale e di una visione strategica orientata al lungo periodo.

Nonostante tali vantaggi costituiscano la base ideale per far attecchire una logica ispirata alla creazione del valore, occorre registrare una sorta di percorso involutivo segnato da molte delle imprese a proprietà ristretta nel corso degli ultimi anni. La causa principale di tali insuccessi va rintracciata soprattutto nei bassi livelli di redditività conseguiti ed in una eccessiva concentrazione verso obiettivi di crescita dimensionale.

Infine, il modello a proprietà diffusa, tipico dei paesi anglosassoni, è contraddistinto da un numero molto elevato di azionisti, ciascuno dei quali possiede quote di capitale insufficienti a garantire il controllo della società: in altri termini, si manifesta appieno il fenomeno della perfetta separazione tra proprietà e controllo. Il meccanismo in parola ha portato alla costituzione delle cosiddette *public company*, dove la gestione dell'impresa è necessariamente affidata a manager professionisti.

In un'ottica di creazione del valore, tale sistema di governo assicura la facile reperibilità di capitali, sia a titolo di debito, sia con il vincolo di pieno rischio: ciò a sua volta permette la selezione delle alternative di investimento maggiormente

profittevoli, nonché la possibilità di ridurre il costo dei finanziamenti. Di non poco conto è inoltre il livello di competenza e professionalità del management, destinato a porsi in contrasto con i limiti culturali prima enunciati a proposito dei modelli a proprietà chiusa.

Anche il modello delle *public company* non è però esente da limiti direttamente riconducibili al principio di separazione tra proprietà e controllo e sintetizzabili nel cosiddetto problema di “agenzia”²⁷. Il legame che si instaura tra azionisti e manager può in effetti essere inquadrato nel tipico rapporto tra “principale” (azionista) che delega la tutela dei propri interessi – nel caso specifico la gestione dell’impresa e la crescita del capitale azionario – ad un altro soggetto che prende il nome di “agente” (ovvero il manager). Questo schema di riferimento può creare problematiche anche di ingenti proporzioni laddove il manager non agisca nel pieno interesse del suo principale, ma ponga in essere una serie di comportamenti finalizzati a soddisfare la propria funzione di utilità ed a massimizzare i benefici che può trarre dalla posizione rivestita nell’ambito dei meccanismi di governo dell’impresa²⁸. Tale circostanza si verifica soprattutto nell’ipotesi in cui la remunerazione del manager sia agganciata al risultato di periodo realizzato dall’impresa: il rischio consiste nell’adottare un orizzonte temporale di breve periodo – finalizzato appunto alla massimizzazione del profitto – con tutti i limiti che ne conseguono.

Ne derivano situazioni conflittuali tra azionisti e management che inevitabilmente conducono alla nascita dei cosiddetti “costi di agenzia”: si tratta di tutti quegli oneri che gli azionisti-principali sono costretti ad accollarsi per monitorare costantemente

²⁷ Il problema dei costi di agenzia si può rinvenire sia nei rapporti tra azionisti e manager (ed è questa la fattispecie analizzata nel presente scritto), ma anche tra finanziatori esterni e manager. Ne consegue l’esistenza di costi di agenzia del capitale proprio e costi di agenzia del debito.

Cucculelli M., 2003, *Costi di agenzia del debito, investimenti e crescita dell’impresa. Modelli teorici ed evidenze empiriche*, Ancona, Clua Edizioni, p. 22.

²⁸ Salvi A., 2001, *Contratti finanziari e corporate governance*, Milano, Egea, p. 26. Per un approfondimento si vedano anche Jensen M., Meckling W., 1976, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, October, pp. 305 e ss.; Williamson O.E., 1964, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall.

l'operato dei manager-agenti e garantire che la gestione aziendale sia improntata su principi di efficienza e nel rispetto degli interessi di tutta la compagine azionaria.

La soluzione a tale problema è dunque il completo abbattimento dei costi di agenzia si potrebbe avere nell'ipotesi, certamente poco realistica, in cui i manager fossero remunerati esclusivamente con azioni della società: in tal caso, le loro funzioni di utilità andrebbero a coincidere con quelle degli altri azionisti e gli stessi agenti sarebbero incentivati ad attuare le politiche necessarie per incrementare il valore del capitale. Occorre però considerare che il management percepisce anche forme alternative di remunerazione di natura non pecuniaria: egli pertanto avrà sempre e comunque la propensione ad agire, almeno in parte, per accrescere i propri benefici, imponendo pertanto la necessità di compiere controlli da parte degli azionisti e limitare il grado di discrezionalità degli agenti.

1.3. I modelli teorici di riferimento nell'approccio al valore

Il tema del valore e del suo ruolo nell'ambito della gestione operativa e strategica delle imprese vanta, come si è già avuto modo di osservare, origini remote: basti pensare che è possibile far risalire il concetto di "valore del capitale" agli studi di Fisher datati 1896 mentre, con riferimento al contesto italiano, significativo appare il contributo di Gino Zappa nella definizione di "capitale economico".

Occorre però attendere molti anni prima di riuscire a costruire riferimenti teorici sistematici e organizzati in tema di creazione di valore del capitale azionario. Tale esigenza è nata e si è concretizzata innanzitutto negli Stati Uniti sotto la spinta di una serie di concause che hanno progressivamente fatto emergere l'insufficienza e l'inadeguatezza di obiettivi alternativi – in primo luogo il profitto – ad assurgere a fattore guida delle scelte dell'organizzazione.

In effetti, la complessità ambientale che ha contraddistinto tutti i paesi occidentali a partire dal 1970 ha messo seriamente in discussione i tradizionali modelli di riferimento dell'attività imprenditoriale. Le aziende, costrette sempre di più dagli

eventi a divenire sistemi “aperti”²⁹ che vivono grazie al continuo scambio con altri soggetti ed altre economie, si sono trovate a dover fare i conti con le istanze, sempre più specifiche e pressanti di una serie di portatori di interessi (*stakeholder*). In particolare, gli *stakeholder* sono riconducibili a due fattispecie di sotto-sistemi ambientali:

- il mercato dei capitali, cui afferiscono gli azionisti ed i creditori;
- il sistema competitivo nel quale emergono le richieste di clienti, fornitori, e dipendenti.

All'azienda spetta il non facile compito di soddisfare le aspettative e gli interessi di ogni singolo soggetto, cercando di mediare tra esigenze spesso in contrasto tra loro³⁰. La soluzione a tale problematica consiste nell'adozione di un approccio alla gestione imprenditoriale in grado di realizzare una corretta integrazione tra le strategie finanziarie e le strategie competitive, evitando il sorgere di conflitti destinati a ripercuotersi sul grado di efficacia e di efficienza dell'attività svolta.

Oltre alla conclamata necessità di ricercare un equilibrio sostenibile nel tempo tra sistema competitivo e mercato dei capitali, le imprese statunitensi, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, si sono trovate a fronteggiare altre importanti cambiamenti, quali³¹:

- la presa di coscienza dell'inadeguatezza delle tradizionali misure contabili (l'utile, l'utile per azioni, il ROI e così via) ad esprimere il reale valore del capitale d'impresa;
- il rischio sempre maggiore di subire scalate ostili e la conseguente necessità di individuare sistemi di protezione del capitale;
- la presenza di conflitti tra azionisti e management, con la nascita di costi di agenzia;

²⁹ Bertini U., 1990, *Il sistema d'azienda - schema di analisi*, Torino, Giappichelli Editore, pp. 28 e ss.:

³⁰ Rappaport A., 1986, *La strategia del valore*, Milano, Franco Angeli Editore, p. 25.

³¹ Amaduzzi A., 2000, *Obiettivi e valore dell'impresa: misure di performance. Considerazioni teoriche e modelli operativi*, Milano, Il Sole 24 Ore, p. 4.

- il ruolo spesso rilevante degli investitori istituzionali all'interno della compagine azionaria, il cui obiettivo principale consiste proprio nella crescita di valore del capitale acquisito.

Sono proprio queste le motivazioni che hanno condotto i manager delle principali aziende statunitensi ad adottare ed a portare al successo, nel decennio 1980-1990, lo *Shareholder Value Approach* (di seguito SVA): non si tratta semplicemente di un modello teorico, ma di una vera e propria tecnica di gestione strategica dell'impresa finalizzata alla crescita del capitale azionario.

Il primo e più significativo aspetto connesso all'approccio in parola è rappresentato dalla tipologia di valore del capitale cui si fa riferimento: l'impiego dello SVA è infatti finalizzato alla massimizzazione del *valore di mercato* dei titoli, ovvero della quotazione registrata dal mercato per effetto dell'incontro tra domanda e offerta. La giustificazione sottostante la scelta di tale parametro come obiettivo da massimizzare va rintracciata fondamentalmente nelle caratteristiche strutturali e nel percorso evolutivo segnato dal sistema economico-finanziario statunitense, le cui caratteristiche possono essere riassunte nei seguenti aspetti: elevato numero di imprese quotate, presenza di intensi scambi di pacchetti azionari, significativo livello di efficienza dei mercati³², rilevante numero di aziende costituite nella forma di *public company*.

Ne deriva la forte capacità segnaletica delle quotazioni borsistiche, quali veicoli informativi in grado di sintetizzare il reale valore delle società emittenti.

Adottare una logica d'azione finalizzata ad accrescere costantemente il valore di mercato delle azioni consente alle imprese di tutelarsi contro il pericolo rappresentato dalle scalate ostili (*takeover*). Generalmente, le società quotate risultano facile preda di tentativi di scalate nel momento in cui sono sottovalutate, ovvero quando il prezzo delle azioni è inferiore rispetto alle reali potenzialità dell'impresa, attirando l'attenzione dei cosiddetti *riders*. Ne deriva che la concentrazione di tutti gli sforzi del management verso la crescita delle quotazioni riduce il gap tra valore effettivo

³² Il tema dell'efficienza dei mercati costituirà l'oggetto di uno specifico approfondimento.

della società e valore percepito dal mercato, consentendo una valutazione corretta dei titoli azionari e limitando di conseguenza il pericolo delle scalate³³.

Il ruolo assunto dal valore di mercato all'interno dello SVA pone al centro della teoria in parola la figura dell'azionista, le cui esigenze in termini di remunerazione devono essere attentamente valutate dal management: in effetti la soddisfazione degli interessi degli azionisti – che si traduce in consistenti capital gain e congrui livelli di dividendi – costituisce la base di partenza per mantenere e conquistare la fiducia degli azionisti, principali finanziatori dell'attività imprenditoriale.

Sotto il profilo puramente gestionale, tale affermazione impone ai vertici aziendali di improntare il processo decisionale sulle medesime regole di valutazione adottate dagli azionisti: in altre parole, la selezione delle alternative di investimento deve essere realizzata assumendo una logica finanziaria, ovvero in termini di flussi di cassa generati dagli stessi investimenti.

La stessa impresa è concepita come un investimento e pertanto la sua valutazione deve essere compiuta con l'ausilio di metodologie finanziarie, al fine di determinare l'entità dei flussi di cassa generati dalla gestione, tenuto conto del rischio sostenuto³⁴.

Inoltre, tornando ad una delle motivazioni che hanno determinato il successo e la diffusione dello SVA, si evidenzia la capacità mostrata dall'approccio in parola di riuscire nell'intento di integrare opportunamente le istanze provenienti dagli operatori del mercato dei capitali con quelle presentate dagli esponenti del sistema competitivo. Per comprendere appieno la logica sottostante tale affermazione occorre compiere un passo indietro indagando sulla natura della remunerazione attribuita agli azionisti: il dividendo, infatti, costituisce una forma di remunerazione a carattere "residuale", in quanto distribuito ai detentori dei titoli azionari soltanto dopo aver provveduto alla copertura di tutti gli altri costi. Ne deriva che, se una gestione orientata ai principi dello SVA e quindi focalizzata sulla figura degli azionisti, è in

³³ Copeland T., Koller T., Murrin J., 1991, *Il valore dell'impresa*, Milano, Il Sole 24Ore Libri, pp. 6-7; Ceccarelli P., Piraccini M., 1988, *Strategie di creazione del valore*, in *L'impresa*, n. 5, p. 91.

³⁴ Macrì D.M., 1990, *Imprese e dinamiche del valore: un metodo per decidere*, in *Economia e Management*, luglio, vol. 15, p. 56.

grado di erogare a questi ultimi quote di utili consistenti, automaticamente sarà stata capace di soddisfare gli interessi di tutti gli altri *stakeholder* dell'impresa: avrà cioè corrisposto salari e stipendi ai dipendenti, pagato gli oneri finanziari ai creditori, versato le imposte all'Erario e così via³⁵.

Infine, l'adozione dello SVA può contribuire a ridurre i conflitti tra azionisti e manager ed i relativi costi di agenzia, laddove si abbandoni la prassi, spesso impiegata nelle grandi aziende, di agganciare la remunerazione dei manager ai risultati di breve periodo, a favore della definizione di un legame tra remunerazione e valore del capitale azionario creato.

Il fondamentale ruolo attribuito allo SVA è stato successivamente consolidato e perfezionato con la strutturazione di un vero e proprio processo manageriale finalizzato alla creazione di valore azionario in un'ottica di lungo periodo: il *Value-Based Management*. I contenuti di tale approccio costituiranno l'oggetto di una specifica trattazione.

L'innegabile contenuto innovativo dello SVA, dimostrato dal successo fatto registrare nel corso di un solo decennio negli Stati Uniti, ha spinto diversi autori a verificarne le possibilità di implementazione anche nei paesi dell'Europa continentale. L'esigenza di definire anche nello scenario macroeconomico europeo un modello alternativo rispetto a quelli tradizionalmente impiegati, trova origine e giustificazione in alcuni aspetti di criticità fatti registrare da molte imprese: la presa di coscienza dell'inadeguatezza delle misure di valutazione di natura contabile (aspetto già menzionato tra le cause che hanno condotto alla nascita dello SVA); il forte impulso fatto registrare dai mercati borsistici, pur lontani dai livelli di efficienza dei paesi anglosassoni; il tentativo di aprire il capitale azionario, soprattutto delle grandi imprese, a soggetti esterni rispetto al gruppo di comando, con particolare riferimento agli investitori istituzionali; l'ondata di privatizzazioni avvenuta nel corso degli anni novanta.

³⁵ Demattè C., 1997, *Teoria del valore: serve davvero per guidare meglio le imprese?*, in *Economia e Management*, n. 2, p. 10.

Nonostante l'esigenza di rinnovamento avvertita da più parti, è subito apparsa evidente l'impossibilità di applicare in maniera pedissequa lo SVA alle realtà imprenditoriali europee, stante le considerevoli diversità rintracciabili sia a livello culturale, sia sotto il profilo dell'assetto e dei meccanismi operativi del circuito produttivo e dei mercati finanziari.

Si è reso pertanto necessario avviare un processo di adattamento di alcuni aspetti della teoria statunitense, per renderla compatibile e dunque attuabile anche in ambito europeo³⁶. Il principale promotore di tale iniziativa è stato Luigi Guatri al quale si deve la costruzione di un impianto teorico che, partendo dalle fondamenta dello SVA, lo ha reso intelligibile e funzionale anche in contesti economici diversi rispetto a quello di origine: si tratta della *Teoria di Creazione del Valore*.

La filosofia alla base dei due approcci rimane immutata: l'azione del management e di tutti i membri dell'organizzazione deve essere costantemente rivolta alla crescita di valore del capitale. L'elemento destinato a caratterizzare la teoria di creazione del valore e a distinguerla dall'approccio statunitense è rappresentato dalla tipologia di valore del capitale cui si fa riferimento: non più la massimizzazione del valore di mercato, ma la massimizzazione del valore del capitale economico.

La motivazione sottostante tale scelta va rintracciata nella scarsa rilevanza tuttora rivestita dai mercati finanziari europei ed italiani in particolare, con tutte le conseguenze che ne derivano in termini di esiguo numero di imprese quotate, bassi livelli di efficienza e formazione di prezzi non significativi, ovvero non rappresentativi del reale valore della società emittente. Tutti questi fattori rendono pressoché inattuabile nello scenario italiano il principio della massimizzazione del valore di mercato, o comunque ne limitano le possibilità di applicazione ad un numero talmente ridotto di imprese (ovviamente le sole imprese quotate) da risultare praticamente irrilevante in una prospettiva macroeconomia: il valore di mercato rischia cioè di divenire una misura falsata e non attendibile del reale valore del

³⁶ Zullo R., 1995, *Alcuni prodromi della teoria di creazione del valore nella letteratura economica classica*, in Finanza Marketing e Produzione, n. 1, pp 145 e ss.

complesso aziendale. Il concetto di capitale economico, invece, introdotto negli studi economico-aziendali ad opera di Gino Zappa che lo definisce come «un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri»³⁷, appartiene a tutte le tipologie di aziende, a prescindere dalla dimensione, dai rapporti con i mercati, dal modello di *corporate governance* adottato.

Ne consegue che, in base all'impostazione proposta da Guatri, creare valore significa «accrescere la dimensione del capitale economico, cioè in breve il valore dell'impresa intesa come investimento»³⁸.

La preferenza accordata al concetto di capitale economico deve altresì essere attribuita anche alla sua maggiore stabilità, soprattutto in periodi di crisi o di turbolenza del sistema economico, rispetto al valore di mercato, molto più sensibile e suscettibile di alterazioni anche consistenti alle quali però non corrisponde un effettivo mutamento delle condizioni di economicità dell'impresa emittente.

A ben vedere, però, gli obiettivi di massimizzazione delle configurazioni di capitale adottate nelle due impostazioni teoriche, pur essendo differenti in quanto a natura e contenuti, non possono essere ritenuti contrastanti o mutualmente escludenti. In effetti, secondo lo stesso Guatri, il percorso ideale da seguire in una prospettiva di creazione del valore si articola nelle seguenti fasi:

- in primo luogo, l'accrescimento del capitale economico, postulato essenziale per qualsiasi tipologia di impresa, quotata e non;
- in un secondo tempo, si passa alla crescita del valore di mercato, momento successivo e soltanto eventuale, sebbene largamente auspicabile.

Affinché l'intero ciclo sia portato a compimento è necessario che le informazioni in merito alla crescita del capitale economico siano prontamente assorbite dal mercato e che questo, attraverso i meccanismi di formazione dei prezzi, sia in grado di inglobarle nelle quotazioni borsistiche. La capacità del mercato di recepire correttamente le informazioni provenienti dalle imprese e di impiegarle

³⁷ Zappa G., 1937, op. cit., p. 81.

³⁸ Guatri L., 1991, op. cit., p. 6.

correttamente nella definizione dei prezzi è funzione del livello di efficienza dei mercati stessi. Si tratta, in altri termini, del problema della diffusione del valore che, come risulta evidente, affligge soltanto le imprese ispirate ad una logica di creazione del valore secondo l'impostazione europea. In base alle considerazioni svolte è possibile pertanto individuare una relazione di dipendenza tra valore del capitale economico e valore di mercato del capitale: il primo, da considerarsi grandezza originaria, sulle cui fondamenta viene poi determinato il prezzo delle azioni³⁹.

Così come avviene per lo SVA, anche la teoria di creazione del valore si pone come un approccio di tipo gestionale, fornendo strumenti e linee guida per indirizzare il management verso la massimizzazione del capitale economico. Periodicamente, però, l'azione svolta deve essere sottoposta a verifica al fine di individuare i risultati raggiunti e gli eventuali scostamenti rispetto alle previsioni. L'esigenza di concentrare l'attenzione sul controllo del valore deriva soprattutto dall'assenza, nella logica alla base della Teoria di Creazione del Valore, di un meccanismo automatico di controllo, quale può essere il prezzo di mercato.

Infine, per quanto concerne i criteri di valutazione da impiegare nella stima del capitale economico, è possibile fare riferimento in via principale ai criteri fondati sui flussi (reddito o *cash flow*). Nonostante una preferenza accordata dal Guatri per i metodi reddituali, negli ultimi anni si assiste ad una generalizzata crescita di consensi attorno ai metodi che prevedono l'attualizzazione dei flussi: le motivazioni alla base di tale preferenza saranno approfondite in sede di analisi dei singoli approcci alla valutazione delle aziende.

Per riassumere quanto fin qui esposto e rendere più agevole il confronto tra le teorie di riferimento citate, appare utile analizzare la seguente tabella.

³⁹ Donna G., op. cit., p. 36.

Tabella 1.1. SVA e TCV a confronto

	SVA	TCV
<i>Valore da massimizzare</i>	Valore di mercato	Capitale economico
<i>Approccio alla teoria</i>	Gestionale	Gestionale con verifiche periodiche
<i>Metodo di valutazione</i>	Metodi finanziari	Metodi basati su flussi (reddituali o finanziari)

LA STRUTTURA FINANZIARIA

SEZIONE I

Fabbisogno e struttura finanziaria

2.1. Natura e configurazioni del fabbisogno finanziario

Dopo aver illustrato gli obiettivi ed i principi guida che dovrebbero ispirare l'azione delle imprese in un'ottica di medio-lungo termine, si rende necessario entrare nella "quotidianità" della gestione, realizzando una disamina completa delle dinamiche finanziarie alla base del suo funzionamento, nonché delle regole di condotta e degli strumenti di analisi indispensabili per garantire un equilibrio sostenibile nel tempo.

Lo svolgimento dell'attività aziendale richiede la predisposizione da parte del soggetto economico di una serie di investimenti finalizzati ad avviare il ciclo produttivo e a generare, conseguentemente, flussi finanziari in entrata ed in uscita⁴⁰. Il primo concetto da chiarire nel momento in cui si intende indagare sulle "questioni" finanziarie d'impresa è rappresentato dal fabbisogno finanziario, definito, in prima istanza, come l'insieme delle risorse necessarie per acquisire tutti i fattori della produzione (immobilizzazioni, personale, materie prime, ecc.) che, in un dato momento, consentono il corretto andamento della gestione. In tale accezione, il fabbisogno coincide proprio con il totale degli impieghi risultante dall'attivo dello stato patrimoniale⁴¹.

Nello specifico, il fabbisogno finanziario è costituito dalla somma algebrica degli investimenti in essere in un dato istante, ovvero:

⁴⁰ Facchinetti I., 1997, *Analisi dei flussi finanziari*, Milano, Il Sole 24 Ore Pirola, p.14.

⁴¹ In realtà, come si vedrà meglio in seguito, le analisi di natura finanziaria prendono avvio dalla riclassificazione, in chiave finanziaria appunto, delle voci che compongono lo stato patrimoniale, arrivando così alla costruzione della "struttura finanziaria".

- le disponibilità liquide immediate (denaro contante, depositi bancari e postali, valori bollati, titoli facilmente liquidabili);
- le disponibilità liquide differite (crediti verso i clienti, ratei attivi);
- le scorte di magazzino (materie, semilavorati, prodotti finiti, merci e risconti);
- le immobilizzazioni nette (materiali, immateriali e finanziarie).

In particolare, le disponibilità liquide immediate, le disponibilità liquide differite e le rimanenze danno origine al cosiddetto *capitale circolante lordo*.

L'ammontare complessivo delle immobilizzazioni nette e del capitale circolante lordo rappresenta il totale delle attività da finanziare e, dunque, il fabbisogno, la cui entità è destinata a mutare nel tempo per effetto degli accadimenti aziendali, delle politiche gestionali intraprese, del dimensionamento della capacità produttiva, delle esigenze poste dall'andamento delle variabili aziendali, nonché per il verificarsi di condizionamenti esterni⁴². Il problema della determinazione del fabbisogno finanziario appare dunque rilevante sia sotto il profilo quantitativo – ed in questo senso tale grandezza è funzione diretta degli investimenti in essere –, sia dal punto di vista temporale, ovvero in relazione al momento di rilevazione dello stesso⁴³.

Un aspetto strettamente collegato a quest'ultima considerazione, riguarda la definizione della durata del fabbisogno. A tal proposito è importante precisare che tutti gli investimenti compiuti dall'impresa necessitano di un tempo più o meno lungo – variabile a seconda del ciclo produttivo e delle caratteristiche del mercato di riferimento – per ritornare in forma liquida, ovvero per essere utilizzati e/o disinvestiti e fornire alla gestione risorse monetarie in entrata. In linea generale, pertanto, i deflussi connessi con le operazioni di impiego precedono il manifestarsi delle entrate, facendo emergere di conseguenza un fabbisogno, la cui durata

⁴² Giannessi E., 1982, *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Milano, Giuffrè.

⁴³ Argenziano R., 1963, *Il finanziamento delle imprese industriali*, Milano, Giuffrè, p. 98.

corrisponde al periodo di tempo intercorrente tra l'investimento e il disinvestimento⁴⁴.

Le argomentazioni finora riportate si riferiscono al cosiddetto *fabbisogno finanziario lordo* che costituisce la configurazione più significativa di fabbisogno, ai fini delle analisi finanziarie e dell'impostazione che si intende dare al presente volume. Ad essa, però, si affiancano altre nozioni di fabbisogno finanziario, rispettivamente denominate netta e globale. In particolare, il *fabbisogno finanziario netto* è rappresentato dalla parte di fabbisogno che non trova copertura nella capacità dell'impresa di generare risorse attraverso la generazione di utili da destinare al finanziamento degli investimenti (politica di autofinanziamento⁴⁵).

La comprensione del concetto di *fabbisogno finanziario globale*, invece, richiede il compimento di una opportuna distinzione dei flussi finanziari connessi con le operazioni di gestione, a seconda della loro origine. Si possono pertanto manifestare flussi di origine patrimoniale, connessi con le movimentazioni subite dalle diverse componenti del capitale investito (impieghi), oppure flussi di origine economica, derivanti dal sorgere di costi di esercizio (impieghi di natura economica) e di ricavi di esercizio (fonti di natura economica), afferenti sia alla gestione tipica dell'impresa, sia alla gestione extra-caratteristica.

Con riferimento a tale classificazione, emerge la presenza, accanto ad un fabbisogno emergente dai flussi di origine patrimoniale generati dagli investimenti e rappresentativo delle risorse necessarie al loro finanziamento (fabbisogno lordo), un fabbisogno comprendente sia quello emergente dai flussi di origine patrimoniale, sia quello emergente dai flussi di origine economica, ovvero dai costi (*fabbisogno finanziario globale*).

⁴⁴ Incollingo A., 1996, *Il fabbisogno finanziario dell'impresa. Aspetti quantitativi e di politica aziendale*, Milano, Giuffrè Editore, p. 50.

⁴⁵ Il tema dell'autofinanziamento costituirà l'oggetto di una specifica trattazione. In questa sede appare opportuno semplicemente chiarire la sua natura di flusso endogeno generato per effetto della gestione e reinvestito nel processo produttivo.

È dunque possibile individuare alcune semplici relazioni algebriche tra le varie configurazioni di fabbisogno appena illustrate:

⇒ *fabbisogno finanziario lordo* = impieghi patrimoniali

⇒ *fabbisogno finanziario netto* = impieghi patrimoniali – autofinanziamento

⇒ *fabbisogno finanziario globale* = impieghi patrimoniali + impieghi economici

pertanto:

⇒ *fabbisogno finanziario lordo* = fabbisogno finanziario globale – impieghi economici

⇒ *fabbisogno finanziario netto* = fabbisogno finanziario lordo – autofinanziamento

⇒ *fabbisogno finanziario globale* = fabbisogno finanziario lordo + impieghi economici

Concentrando l'attenzione sul solo fabbisogno finanziario lordo, è importante distinguerne le varie componenti, la cui natura è funzione delle caratteristiche delle diverse tipologie di impieghi della struttura patrimoniale. Adottando tale ottica di osservazione, è possibile individuare:

- 1) un *fabbisogno finanziario consolidato o durevole*, connesso agli impieghi in capitale immobilizzato, quali impianti, macchinari, fabbricati, terreni, brevetti, partecipazioni e così via. L'entità del fabbisogno durevole è funzione diretta della tipologia di produzione realizzata dall'impresa, della quantità di beni prodotta, del rapporto tra costi fissi e costi variabili, del grado di innovazione tecnologica associato all'attività produttiva, nonché della dimensione delle vendite. Si tratta di impieghi durevolmente vincolati all'attività aziendale (beni a fecondità ripetuta), destinati a partecipare a più cicli produttivi e pertanto difficilmente suscettibili di riduzione o aumento nel breve periodo;
- 2) un *fabbisogno finanziario corrente o a breve*, emergente da investimenti realizzati in attività caratterizzate da un tempo breve di realizzo, quali i crediti verso i clienti, i ratei attivi e le scorte di magazzino. In particolare,

l'ammontare dei crediti è correlata alla politica commerciale adottata dall'impresa ed alla congiuntura economica in atto⁴⁶. Il fabbisogno connesso con investimenti in scorte, invece, può essere scisso in una componente variabile, ed una quota fissa (lotto minimo economico-tecnico)⁴⁷, il cui mantenimento nella disponibilità aziendale si rende necessario al fine di non recare pregiudizio al ciclo produttivo (con riferimento alle rimanenze di materie prime e semilavorati) e al processo di vendita (è il caso delle scorte di merci e prodotti);

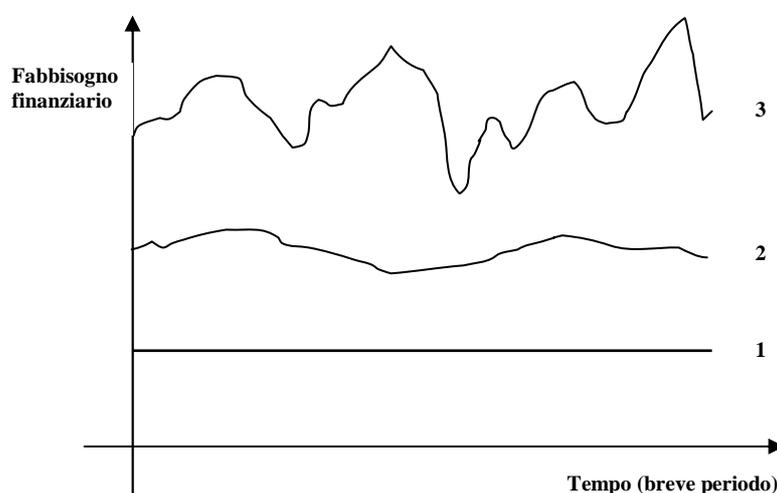
- 3) un *fabbisogno finanziario per elasticità di cassa*, associato ad impieghi in denaro contante, depositi bancari, valori bollati e rappresentativo della porzione di fabbisogno soggetta a maggiore movimentazione e direttamente correlata con la gestione della tesoreria. Ovviamente, la somma tra il fabbisogno finanziario corrente ed il fabbisogno finanziario per elasticità di cassa costituisce il fabbisogno finanziario generato dal capitale circolante lordo.

Le caratteristiche delle differenti aree del fabbisogno finanziario così individuate ed il loro grado di variabilità nel breve periodo possono essere sintetizzate nel seguente grafico.

⁴⁶ Monti E., 2005, *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*, Torino, Utet, p. 36.

⁴⁷ Il tema della gestione delle scorte e del lotto minimo economico-tecnico costituirà l'oggetto di uno specifico approfondimento. In questa sede è sufficiente ricordare che la sua determinazione deve necessariamente contemperare sia le esigenze produttive e distributive dell'impresa, sia ragioni di ordine economico relative al costo di acquisizione e mantenimento del magazzino.

Figura 2.1. Il fabbisogno finanziario



- 1 = fabbisogno finanziario consolidato
- 2 = fabbisogno finanziario corrente
- 3 = fabbisogno finanziario per elasticità di cassa

L'analisi condotta finora ha consentito di porre in evidenza la natura del fabbisogno finanziario, nonché le sue caratteristiche in termini di durata e grado di rigidità/flessibilità: una volta chiariti questi concetti occorre compiere un passo avanti per verificare in che modo il fabbisogno espresso dalla gestione deve trovare opportuna copertura. Il problema che si pone a tal proposito riguarda pertanto la scelta delle fonti di finanziamento necessarie per realizzare tutti gli investimenti richiesti dalla struttura patrimoniale. Ovviamente, anche in questo caso l'attenzione sarà concentrata esclusivamente sulla configurazione lorda di fabbisogno finanziario, in quanto il fabbisogno generato da impieghi di origine economica (ovvero i costi) è destinato a trovare copertura nel conseguimento dei ricavi d'esercizio.

In linea del tutto generale, le fonti di finanziamento accessibili ad una impresa sono riconducibili alle seguenti categorie, ciascuna delle quali costituirà l'oggetto di uno specifico approfondimento nei successivi capitoli:

- autofinanziamento,
- capitale proprio,
- capitale di credito.

L'autofinanziamento rappresenta la sola fonte di finanziamento di origine interna, ovvero derivante dalla capacità dell'impresa di generare autonomamente risorse da

impiegare nella copertura di una parte del fabbisogno. Si tratta, in primo luogo, degli utili prodotti dall'attività aziendale, non distribuiti agli azionisti – o comunque ai proprietari dell'organizzazione –, ma reinvestiti nell'impresa (capitale autogenerato)⁴⁸; inoltre, l'autofinanziamento si compone dei costi di esercizio che non hanno manifestazione monetaria, ovvero le quote di ammortamento e gli accantonamenti (capitale rigenerato).

L'ammontare dell'autofinanziamento risulta pertanto strettamente connesso con la redditività dell'impresa e di conseguenza con la sua variabilità: ne deriva, da un lato, la scarsa prevedibilità di tale flusso endogeno di finanziamento, dall'altro, la sua insufficienza a garantire costantemente la copertura degli impieghi, soprattutto adottando una concezione dell'impresa come istituto destinato a crescere e svilupparsi.

Da tali considerazioni emerge con evidenza la necessità di integrare le fonti interne di finanziamento con fonti esterne, ovvero provenienti da soggetti diversi rispetto all'azienda. In questa categoria è possibile ricomprendere anche il capitale proprio, costituito da capitale sociale e riserve, in quanto rappresentativo di risorse messe a disposizione dai soci dell'organizzazione, ovvero da soggetti diversi dall'impresa, anche se legati ad essa da legami di proprietà e/o controllo. Esso si configura come una fonte di finanziamento stabile e durevolmente vincolata all'impresa, rappresentando in tale senso la fonte consolidata per eccellenza.

Il capitale proprio costituisce il cosiddetto capitale di pieno rischio in quanto la sua acquisizione da parte dei soci espone gli stessi al rischio d'impresa, correlando la remunerazione (ovvero i dividendi) all'andamento economico della gestione⁴⁹;

⁴⁸ Il tema dell'autofinanziamento inteso come capacità dell'impresa di risparmiare utili e reinvestirli è strettamente connesso con la *politica dei dividendi*, ovvero l'insieme delle decisioni inerenti la ripartizione degli utili tra azionisti e attività aziendale.

⁴⁹ Le azioni sono tipicamente e tradizionalmente titoli a reddito variabile, stante la mutevole entità dei redditi di volta in volta realizzati dall'impresa e dunque dei dividendi distribuiti. Nella realtà, però, tale requisito di aleatorietà appare decisamente attenuato sia dal perseguimento da parte di molte imprese di una politica dei dividendi tesa alla stabilizzazione degli stessi nel tempo, al fine di fornire una immagine di stabilità ai mercati; sia per effetto della normativa che, in seguito alla riforma del diritto societario, ha posto a disposizione delle aziende strumenti finanziari flessibili e personalizzati

inoltre, in caso di liquidazione della società, subordina il rimborso delle quote all'estinzione dei debiti in essere.

Infine, il capitale di credito può essere scisso in due parti, individuate valutando la durata del debito contratto:

- debiti a breve termine (o fonti elastiche), la cui scadenza non supera i diciotto mesi. Rientrano in questa categoria i debiti verso fornitori (cosiddette passività spontanee, perché non derivanti da appositi contratti, ma in seguito e per effetto di un accordo di fornitura sottostante), le aperture di credito in conto corrente, le quote di mutuo scadenti nel corso dell'esercizio e così via;
- debiti a medio lungo termine, contratti con un vincolo di durata superiore ai diciotto mesi e pertanto destinati a permanere durevolmente nella disponibilità dell'impresa. Appartengono a tale categoria i mutui, i prestiti obbligazionari, i fondi per rischi ed oneri, ecc.

Occorre inoltre precisare che la distinzione tra debiti a breve e debiti a medio lungo termine e dunque la definizione del loro grado di elasticità/rigidità, non è compiuta soltanto con riferimento alla data di scadenza degli stessi e dunque alla loro durata, ma anche ai tempi di acquisizione delle fonti. A ben vedere, infatti, le procedure previste per la contrazione di un mutuo (istruttoria di fido, analisi economico-finanziaria dell'impresa, tempi tecnici di erogazione delle risorse) o per l'emissione di un prestito obbligazionario (dalla presentazione del prospetto informativo, alla procedura di quotazione), appaiono decisamente più lunghe e complesse rispetto, ad esempio, alla concessione di una dilazione di pagamento eseguita da un fornitore per agevolare il pagamento da parte dell'impresa.

A conclusione di questa breve disamina delle fonti di finanziamento sembra opportuno precisare che la scelta tra le differenti forme di copertura del fabbisogno finanziario espresso dalla gestione risulta sensibilmente condizionata dalla tipologia di impresa (individuale o collettiva) e dalla forma giuridica adottata. A titolo di

e, dunque, anche la possibilità di emettere azioni con caratteristiche diverse da quelle ordinarie in termini di remunerazione e modalità di rimborso.

esempio, si consideri che una azienda gestita dal suo unico proprietario potrà contare soltanto sul patrimonio di quest'ultimo e sulla possibilità di contrarre debiti con gli istituti di credito; viceversa, le società, ed in particolare le società per azioni, hanno a disposizione molteplici strumenti finanziari accessibili attraverso il ricorso al mercato (in particolare, azioni e obbligazioni).

2.2. La struttura finanziaria: caratteri, presupposti e condizioni di equilibrio

Le argomentazioni proposte finora risultano propedeutiche per la trattazione di uno dei temi centrali nella finanza aziendale, ovvero la struttura finanziaria. Con tale concetto si fa riferimento all'insieme coordinato degli impieghi e delle fonti di finanziamento in essere in un dato momento nella disponibilità dell'impresa. Indicando con:

DLI = disponibilità liquide immediate,

DLD = disponibilità liquide differite,

RIM = scorte di magazzino,

CCL = capitale circolante lordo = DLI + DLD + RIM,

IMN = immobilizzazioni nette,

PB = debiti a breve termine o passività correnti,

PML = debiti a medio lungo termine,

PN = patrimonio netto o capitale proprio,

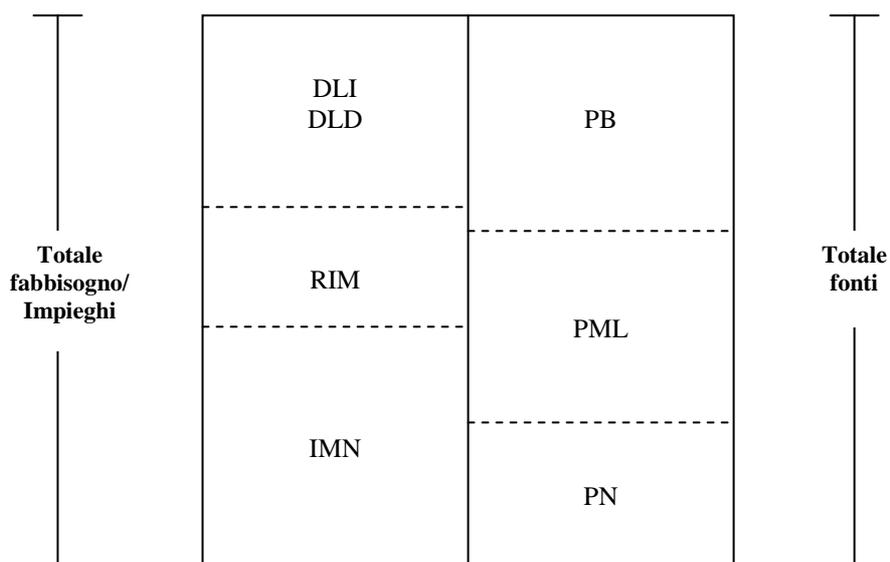
la struttura finanziaria risulta dalla seguente uguaglianza, sempre rispettata per effetto delle dinamiche economico-finanziarie della gestione aziendale:

$$DLI + DLD + RIM + IMN = PB + PML + PN$$

Quanto espresso in forma algebrica equivale ad affermare che il complesso degli investimenti realizzati dall'impresa per consentire lo svolgimento dell'attività istituzionale e rappresentativi dell'intero fabbisogno finanziario lordo, deve necessariamente corrispondere – in termini quantitativi – al totale delle fonti di finanziamento acquisite nelle varie forme in precedenza elencate. Parlare di struttura finanziaria dell'impresa equivale pertanto ad affrontare il tema del *binomio fonti-*

impieghi, indagando la composizione dello stesso e verificando l'esistenza delle condizioni in grado di garantire l'equilibrio finanziario dell'azienda. La struttura finanziaria così proposta può essere rappresentata graficamente nel modo seguente:

Figura 2.2. La struttura finanziaria



Le dimensioni e la composizione del binomio fonti-impieghi variano in funzione delle caratteristiche dell'impresa, della sua attività e del ciclo produttivo posto in essere. In effetti, è possibile individuare una serie di fattori determinanti la struttura finanziaria, destinati a condizionarsi a vicenda sia sotto il profilo quantitativo, sia dal punto di vista qualitativo.

Dalle considerazioni svolte finora emerge con evidenza che il principale aspetto da considerare è il fabbisogno finanziario lordo dell'impresa, la cui entità risulta funzione diretta dell'attività svolta, nonché delle strategie adottate in merito al volume degli investimenti ed alla loro onerosità.

Un ulteriore presupposto della struttura finanziaria è sicuramente la dimensione aziendale, considerata sia sotto l'aspetto fisico (localizzazione, eventuale partecipazione in settori operativi diversi ecc.) sia sotto l'aspetto economico-

patrimoniale (volume e valore della produzione realizzata, quantità di mano d'opera impiegata, ecc.). Sono varie le implicazioni che la dimensione aziendale ha sulla struttura finanziaria dell'impresa. In primo luogo, come evidenziato nel precedente paragrafo, la dimensione rende possibile o esclude il ricorso a quelle forme di finanziamento che richiedono un supporto patrimoniale e la presentazione di garanzie reali (come nel caso di mutui a medio o lungo termine), oppure che richiedono l'adozione di una specifica forma giuridica. Inoltre, la dimensione influisce sull'eventuale – e quasi sempre auspicabile – quotazione dei titoli presso la Borsa valori, agevolando l'accesso agli strumenti finanziari posti a disposizione dai mercati.

Tra i fattori determinanti la struttura finanziaria è possibile annoverare anche la durata del ciclo produttivo. In presenza di un processo produttivo articolato e proiettato nel tempo, l'ottenimento del prodotto è altrettanto differito rispetto alla formazione dei costi: ne deriva che la realizzazione dei flussi finanziari generati dai ricavi presenta ritmi temporali non coordinati – e di fatto fortemente ritardati – rispetto ai deflussi imposti dai costi del processo produttivo, determinando la nascita di un temporaneo sostegno finanziario.

Anche l'assetto dell'azionariato e, in particolare, la proprietà dei pacchetti azionari di controllo può influire sulle dinamiche del binomio fonti-impieghi. In tale ottica appare rilevante la presenza tra gli azionisti dell'impresa di *holding* o di *merchant bank* oppure di gruppi di elevata capacità tecnica e finanziaria, presupposto in grado di facilitare il ricorso a particolari fonti esterne e anche l'ottenimento di condizioni economiche più vantaggiose.

Un ultimo aspetto da considerare nell'analisi della struttura finanziaria è rappresentato dal settore economico di appartenenza dell'impresa. Si pensi alle aziende di assicurazione che, in relazione al loro specifico ciclo produttivo, acquisiscono i flussi dei ricavi (premi di assicurazione) in tempi largamente anticipati rispetto ai deflussi (liquidazione sinistri). Ma anche nelle imprese industriali e commerciali è facile constatare una varietà di comportamenti che implicano la

formazione di modelli di struttura finanziaria molto diversi: l'eventuale stagionalità della produzione che comporta, in particolari periodi dell'anno, la concentrazione dei flussi finanziari con la conseguente necessità di ricorrere a specifiche fonti di finanziamento; oppure la produzione su commessa, che richiede coperture finanziarie definite in funzione del grado di svolgimento dei lavori.

È dunque possibile affermare che ogni tipo di azienda, in relazione ai suoi specifici caratteri e a quelli del settore di appartenenza, sarà portata ad acquisire una struttura finanziaria personalizzata, anche per effetto della diversa professionalità e del diverso indirizzo operativo del suo management finanziario.

Si è già avuto modo di sottolineare il ruolo strategico assunto dalla struttura finanziaria nell'ambito degli studi di finanza aziendale: in effetti, una attenta analisi del binomio fonti-impieghi, compiuta con adeguati strumenti di indagine, consente di verificare se la gestione dell'impresa è improntata su principi che garantiscono il mantenimento di un corretto equilibrio economico-finanziario. La realizzazione di tale equilibrio va ricercata nella capacità di "comporre" la situazione patrimoniale rispettando una giusta proporzione quantitativa e qualitativa tra le singole poste: in altri termini, è necessario assicurare costantemente un elevato grado di compatibilità tra le varie forme di investimento e le differenti tipologie di fonti acquisite per il loro finanziamento.

In linea del tutto generale e rinviando al proseguo della trattazione l'approfondimento di ciascun punto, tale obiettivo può essere perseguito rispettando le seguenti regole di condotta:

- corretta corrispondenza temporale tra impieghi e fonti, scegliendo fonti di finanziamento a breve termine per la copertura del fabbisogno corrente e fonti di finanziamento consolidate per la copertura di impieghi durevoli;
- adeguato livello di liquidità, consentendo all'impresa di fronteggiare, in ogni momento e senza pregiudicare l'economicità della gestione e il corretto svolgimento delle funzioni aziendali, qualsiasi impegno di pagamento;

- massimo livello di redditività, nel tentativo di assicurare ai detentori di capitale proprio remunerazioni adeguate alle loro aspettative, accrescere l'attrattività dei titoli azionari e gestire al meglio la politica di indebitamento⁵⁰.

⁵⁰ Si tratta del noto meccanismo della manovra della leva finanziaria, affrontata in sede di trattazione della politica dei dividendi.

SEZIONE II

L'analisi della struttura finanziaria: logiche e strumenti

2.3. Il bilancio come strumento principale per l'analisi finanziaria

Il bilancio d'esercizio costituisce la principale fonte informativa per comprendere le dinamiche economico-finanziarie dell'impresa e, attraverso l'attenta lettura dei principali documenti che lo costituiscono (conto economico e stato patrimoniale) è possibile verificare, da un lato, la composizione del capitale e, dall'altro, il processo di formazione del reddito. In effetti, l'obiettivo del bilancio, redatto seguendo i principi stabiliti dal decreto legislativo 127/91, consiste proprio nell'illustrare queste due grandezze, capitale e reddito appunto, tra loro strettamente correlate: il risultato economico dell'esercizio (il reddito) si pone come l'incremento (o il decremento) subito dal capitale per effetto della gestione.

I principali prospetti rappresentativi del bilancio d'esercizio sono:

- lo stato patrimoniale, nel quale trova evidenza il capitale investito, composto dal complesso delle attività (investimenti) e dal totale delle fonti di copertura, ovvero i debiti (passività) ed il capitale netto. Si tratta, pertanto, di grandezze stock in grado di esprimere in maniera sintetica l'entità del patrimonio aziendale;
- il conto economico, espressione del percorso di formazione del reddito, ottenuto dal confronto tra ricavi di esercizio e costi di esercizio. Se tale confronto dà esito positivo, si è in presenza di un utile, destinato ad accrescere l'entità del patrimonio netto; laddove invece i costi fossero superiori ai ricavi, l'azienda incorrerebbe in una perdita da portare a decremento del capitale proprio;
- la nota integrativa, che si pone come documento esplicativo dei fatti di gestione che hanno originato il capitale ed il reddito evidenziati nei precedenti prospetti. In essa sono illustrate nel dettaglio le singole poste, la loro origine, gli accadimenti aziendali che ne hanno determinato la

movimentazione, nonché i criteri di valutazione seguiti per la loro iscrizione in bilancio;

- la relazione sulla gestione che, a norma dell'art. 2428 del codice civile, deve essere redatta dagli amministratori della società per illustrare l'andamento generale dell'impresa, specificando i risultati conseguiti nei diversi settori di attività.

Il contenuto del bilancio presenta una forte ed indiscussa valenza informativa sia per la stessa impresa, sia per i diversi portatori di interessi esterni all'organizzazione (*stakeholder*), ma comunque a vario titolo interessati a conoscerne le dinamiche economico-finanziarie. Per quanto concerne l'utilità del bilancio d'esercizio come fonte interna di conoscenza, esso si pone come principale strumento a disposizione del management per l'applicazione dei principi e delle procedure del controllo di gestione: analisi dei costi, valutazione degli investimenti, predisposizione di piani e programmi aziendali, *reporting* e analisi degli scostamenti, ecc.

La pubblicazione del bilancio rende possibile il suo impiego anche per valutazioni compiute da altri soggetti, quali: gli istituti finanziari, interessati a determinare la solidità patrimoniale e la capacità creditizia dell'azienda in un'ottica di concessione di finanziamenti; l'Erario, la cui finalità consiste nel definire il reddito da sottoporre a tassazione; i dipendenti, il cui futuro professionale è strettamente collegato con le performance aziendali e le prospettive di crescita future; gli investitori, attuali e potenziali, attratti da impieghi remunerativi e con un grado di rischiosità compatibile con le loro aspettative.

La fondamentale funzione informativa svolta dal bilancio d'esercizio impone agli amministratori di redigere i documenti che lo compongono evidenziando la reale entità del patrimonio e del reddito associati alla gestione, ovvero, come sottolineato dall'art. 2423 del codice civile, offrendo una rappresentazione "veritiera e corretta" della situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa⁵¹. Tale

⁵¹ Ferrero G., 1991, *I complementari principi della «chiarezza», della «veridicità» e della «correttezza» nella redazione del bilancio d'esercizio*, Milano, Giuffrè; Terzani S., 1991, *Il «nuovo»*

presupposto risulta indispensabile per poter garantire a tutti i soggetti in precedenza citati – interni o esterni all’organizzazione – di compiere valutazioni attendibili, impiegando come punto di partenza proprio il bilancio.

L’insieme delle procedure e delle metodologie di indagine finalizzate alla conoscenza delle performance aziendali prende il nome di “analisi di bilancio” e, in base alle esigenze conoscitive che di volta in volta si presentano, può assumere la forma di:

- analisi per margini;
- analisi per indici;
- analisi per flussi di fondi.

L’impiego di ciascuna tecnica di valutazione necessita però della disponibilità di dati e informazioni attendibili e, soprattutto, omogenee sotto il profilo economico e finanziario. Ne deriva l’esigenza di sottoporre ad accurata elaborazione il contenuto del bilancio d’esercizio redatto secondo la normativa civilistica, al fine di renderlo compatibile con le esigenze conoscitive dell’analista, agevolando pertanto il confronto tra le varie poste. Tale procedura prende il nome di riclassificazione del bilancio e riguarda sia lo stato patrimoniale, sia il conto economico.

2.4. La riclassificazione dello stato patrimoniale

Come evidenziato in precedenza, lo stato patrimoniale accoglie il complesso delle attività a disposizione dell’impresa in un dato momento, nonché l’insieme delle fonti di finanziamento acquisite per garantirne la copertura. Sotto il profilo formale, lo stato patrimoniale si presenta come un documento redatto a sezioni divise e contrapposte, il cui contenuto è sintetizzato nello schema seguente (artt. 2424 e 2424-bis del codice civile).

bilancio di esercizio secondo il decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, in Studi e Informazioni, Rivista trimestrale della Banca Toscana, n. 4.

Figura 2.3. Lo stato patrimoniale civilistico

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ
A. Crediti vs soci per versamenti ancora dovuti	A. Patrimonio netto
B. Immobilizzazioni	B. Fondi per rischi e oneri
I. <i>Immobilizzazioni immateriali</i>	C. Trattamento di fine rapporto lavoro subordinato
II. <i>Immobilizzazioni materiali</i>	D. Debiti
III. <i>Immobilizzazioni finanziarie</i>	E. Ratei e risconti
C. Attivo circolante	
I. <i>Rimanenze</i>	
II. <i>Crediti</i>	
III. <i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>	
IV. <i>Disponibilità liquide</i>	
D. Ratei e risconti	

È possibile individuare due principali metodologie di riclassificazione dello stato patrimoniale, da scegliere in funzione delle esigenze informative poste dal processo di valutazione:

1. criterio finanziario;
2. criterio della pertinenza gestionale.

La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario

Lo studio dello stato patrimoniale compiuto con il ricorso alla metodologia finanziaria, senza dubbio il più impiegato dagli analisti, è finalizzato ad interpretare il patrimonio aziendale come un complesso di investimenti in attesa di realizzazione e di fonti di finanziamento in attesa di estinzione. Adottando tale logica operativa, gli impieghi sono “riordinati” seguendo il cosiddetto criterio della liquidità, ovvero in base alla loro attitudine a tornare in forma liquida: si parlerà pertanto di attività correnti, con riferimento a quegli investimenti che possono essere liquidati in tempi brevi (nel corso dell’esercizio successivo), senza recare pregiudizio al corretto svolgimento dell’attività aziendale; rientrano invece nella categoria delle attività

immobilizzate (o capitale fisso), quelle poste che necessitano di tempi più lunghi per essere smobilizzate e sono pertanto destinate a permanere stabilmente nella disponibilità dell'impresa. In tal senso, è interessante notare come alcune voci inserite tra l'attivo circolante nel bilancio civilistico, impiegando l'approccio finanziario debbano figurare tra le attività immobilizzate e viceversa. A titolo di esempio, si consideri un credito concesso ad un cliente ed avente scadenza superiore all'esercizio successivo: in base a quanto previsto dal codice civile tale posta appartiene all'area "crediti" dell'attivo circolante, mentre nell'ottica del criterio finanziario di riclassificazione deve essere inserito tra le immobilizzazioni finanziarie.

Per quanto riguarda invece le poste del passivo, l'approccio finanziario prevede la loro iscrizione tra le fonti in funzione del grado di esigibilità delle stesse, ovvero in base al tempo previsto per il loro rimborso (criterio della esigibilità): si avranno dunque passività correnti, comprendenti debiti da rimborsare entro l'esercizio successivo; passività consolidate, rappresentative di debiti con scadenza superiore all'esercizio; capitale netto, costituito da capitale sociale, riserve e risultato d'esercizio. A questo proposito, occorre osservare come l'utile conseguito va inserito tra le voci del netto soltanto per la quota reinvestita nell'impresa e rappresentativa di una fonte endogena di finanziamento: la parte residua, da destinare agli azionisti e la cui entità è definita su proposta dell'assemblea già in sede di approvazione del bilancio, va iscritta tra le passività correnti. Allo stesso modo, anche le rate di un eventuale mutuo o le quote di un prestito obbligazionario da rimborsare nel corso del periodo amministrativo successivo, devono trovare accoglimento tra le passività correnti⁵². Inoltre, qualora l'impresa sia a conoscenza, alla data di redazione del bilancio, della cessazione del rapporto di lavoro di uno o più dipendenti nell'anno successivo, dovrà inserire le quote di trattamento di fine rapporto ad essi spettanti tra

⁵² Giunta F., 1992, *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Padova, Cedam, p. 13.

le passività correnti, in quanto somme rappresentative di un debito verso i dipendenti da rimborsare entro l'anno.

Lo stato patrimoniale riclassificato mediante l'utilizzo del criterio della liquidità e della esigibilità, porta alla costruzione del prospetto fonti-impieghi e dunque alla definizione della struttura finanziaria, nel senso sopra delineato.

Figura 2.4. Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario

IMPIEGHI	FONTI
<p>Attività correnti</p> <ul style="list-style-type: none"> - <i>Liquidità immediate</i> - <i>Liquidità differite</i> - <i>Rimanenze</i> <p>Attività immobilizzate</p> <ul style="list-style-type: none"> - <i>Immobilizzazioni materiali</i> - <i>Immobilizzazioni immateriali</i> - <i>Immobilizzazioni finanziarie</i> 	<p>Passività correnti</p> <p>Passività consolidate</p> <p>Capitale netto</p>

L'adozione della logica finanziaria per eseguire la riclassificazione dello stato patrimoniale consente di omogeneizzare sotto il profilo temporale le attività e le passività, agevolando così lo svolgimento delle analisi di bilancio fondate sulla comparazione delle diverse poste⁵³.

Non mancano, però, alcuni aspetti di criticità legati all'impiego di tale approccio, come ad esempio l'inserimento tra le rimanenze di magazzino di tutte le scorte presenti in impresa, comprese le cosiddette giacenze minime che, essendo destinate a permanere costantemente nella disponibilità dell'azienda per non pregiudicare il ciclo produttivo e/o distributivo, costituiscono in realtà immobilizzazioni. Il tema sarà ripreso ed approfondito in sede di trattazione dei margini finanziari.

Inoltre, occorre considerare che tra le passività correnti elaborate secondo il criterio della esigibilità vengono inclusi tutti i debiti con scadenza inferiore ai dodici

⁵³ Terzani S., 1978, *Le comparazioni di bilancio*, Padova, Cedam.

mesi, a prescindere dalla loro natura: sono cioè iscritti nella medesima macroclasse sia i debiti contratti per l'acquisizione di fattori di esercizio (ad esempio i debiti verso fornitori per l'acquisto di materie prime), sia i debiti di finanziamento in scadenza contratti con istituti di credito.

La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale

Il criterio della pertinenza gestionale, detto anche “funzionale”, è stato introdotto nella pratica professionale nel tentativo di superare i limiti riconducibili ad una lettura dello stato patrimoniale operata in chiave esclusivamente finanziaria. Si abbandona, pertanto, una logica di riclassificazione fondata sul fattore temporale (breve periodo o lungo periodo), per adottare una interpretazione delle poste patrimoniali in grado di associare ciascuna voce dell'attivo e del passivo all'area gestionale di riferimento.

Emerge pertanto fin da queste prime considerazioni un indiscutibile aspetto positivo legato all'impiego di una riclassificazione operata in chiave funzionale: è possibile creare un legame diretto tra lo stato patrimoniale ed il conto economico, le cui voci, come noto, sono esposte proprio in base all'appartenenza alle diverse aree di gestione.

L'implementazione del criterio-guida in parola presuppone pertanto la preventiva identificazione delle differenti aree gestionali nelle quali è possibile ricondurre i singoli investimenti e finanziamenti. In estrema sintesi, le principali macroclassi di riferimento sono le seguenti:

- *area operativa*, composta da tutte le operazioni svolte per assicurare il compimento del ciclo operativo dell'impresa (acquisto dei fattori di produzione, trasformazione⁵⁴ e vendita). Se l'impresa oggetto di analisi è un calzaturificio, devono essere annoverate nell'area operative tutte le attività che concorrono a realizzare scarpe;

⁵⁴ Il concetto di “trasformazione” non deve essere interpretato in senso esclusivamente materiale, ovvero soltanto come trasformazione fisica delle materie prime in prodotti finiti, ma in termini economici e cioè come processo capace di rendere i beni ed i servizi disponibili per i clienti nel luogo e nel momento in cui essi ne avvertono il bisogno.

- *area accessoria*, inerente le operazioni compiute *a latere* dell'attività caratteristica e complementari rispetto ad essa. Si pensi, a titolo di esempio, alla gestione di immobili civili non destinati alla produzione;
- *area finanziaria*, relativa all'insieme delle operazioni necessarie per approvvigionarsi di fonti di finanziamento (gestione finanziaria passiva), oppure per impiegare risorse finanziarie temporaneamente in eccesso (gestione finanziaria attiva).

Il fulcro della gestione aziendale è pertanto rintracciabile all'interno dell'area operativa che, ai fini della presente indagine, merita un ulteriore approfondimento. È infatti possibile scindere l'area operativa nelle sue dimensioni:

- *dimensione corrente*, composta dalle ordinarie e quotidiane operazioni di gestione del ciclo operativo;
- *dimensione strutturale*, ad “uso e consumo” della dimensione corrente, originata dagli interventi volti ad acquisire, mantenere e dismettere l'apparato produttivo dell'impresa (impianti, macchinari, immobili industriali, brevetti e così via).

Applicando questa interpretazione alla struttura patrimoniale dell'impresa, occorre procedere con l'inserimento delle singole poste dell'attivo e del passivo nelle diverse aree gestionali individuate. Per quanto concerne le attività patrimoniali, la loro riclassificazione viene realizzata considerando gli investimenti operativi e distinguendoli da quelli accessori e finanziari. Una volta definiti gli investimenti operativi, si rende necessario operare una ulteriore scissione tra quelle afferenti la dimensione corrente e quelli relativi alla gestione strutturale: nella prima categoria si ricomprendono le scorte di magazzino ed i crediti verso i clienti; tra gli investimenti strutturali della gestione operativa vanno invece annoverati gli immobili industriali, i brevetti, i marchi, gli impianti ed i macchinari.

A questo punto della trattazione appare doveroso sottolineare alcuni aspetti relativi all'impiego del criterio funzionale di riclassificazione dello stato patrimoniale, in modo da evidenziare la diversa logica interpretativa rispetto ad una

logica puramente finanziaria. Il primo chiarimento riguarda i crediti verso i clienti che, come evidenziato, sono inseriti tra gli investimenti della gestione operativa di natura corrente, a prescindere dalla loro durata e dunque per il loro intero ammontare: ne sono esclusi, invece, i crediti, anche se a breve termine, eventualmente concessi in seguito ad operazioni finanziarie non riconducibili al ciclo operativo⁵⁵.

Un'altra problematica da affrontare riguarda la collocazione della "cassa" nell'ambito della struttura patrimoniale in via di costruzione. Si tratta di una posta dell'attivo movimentata da operazioni di varia natura, sia originate dall'area operativa, sia inerenti le aree accessoria e finanziaria: adottando la logica alla base del criterio funzionale si renderebbe dunque necessario operare una distinzione all'interno della posta contabile in oggetto, inserendo tra gli investimenti dell'area operativa soltanto quella quota della cassa effettivamente riconducibile a tale settore della gestione. Una simile soluzione, per quanto corretta sotto il profilo concettuale, risulta decisamente complessa dal punto di vista concreto, stante la difficoltà oggettiva di scindere la cassa nelle sue differenti determinanti. Per evitare il sorgere di eccessive complicazioni, la prassi suole collocare la cassa, per il suo intero ammontare, tra gli investimenti di natura finanziaria.

Passando alla riclassificazione delle poste del passivo patrimoniale, occorre operare una distinzione tra le diverse tipologie di fonti di finanziamento, a seconda dell'area gestionale cui appartengono:

- finanziamenti connessi alla gestione operativa;
- finanziamenti negoziati sui mercati;
- capitale netto.

Rientrano nella prima categoria tutti i debiti sorti per effetto dello svolgimento del ciclo operativo e dunque in seguito all'acquisizione dei fattori produttivi ed al conseguente ottenimento di una dilazione nelle condizioni di pagamento. Proprio in

⁵⁵ Giunta F., 1992, *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Padova, Cedam, p. 18.

virtù di questa loro caratteristica, si parla comunemente di passività “spontanee”, ovvero sorte come naturale conseguenza dell’attività caratteristica posta in essere dall’impresa. Ovviamente, a seconda della tipologia di fattore produttivo acquisito, nascono:

- finanziamenti spontanei legati alla dimensione corrente dell’area operativa, quali in primo luogo i debiti di funzionamento contratti con i fornitori di materie prime, semilavorati e servizi, i fondi rischi su crediti, i fondi oscillazioni cambi. La prassi è solita far rientrare in tale aggregato anche il fondo trattamento fine rapporto, in quanto posta rappresentativa di un debito maturato nei confronti dei lavoratori, da considerarsi come un fattore della produzione necessario allo svolgimento della gestione operativa⁵⁶;
- finanziamenti spontanei connessi alla dimensione strutturale dell’area operativa, come ad esempio le dilazioni di pagamento ottenute dai fornitori di impianti e macchinari.

Anche con riferimento a tale aggregato, si sottolinea l’assoluta irrilevanza, ai fini della riclassificazione, della durata della dilazione di pagamento concessa all’impresa.

Nell’ambito dei finanziamenti negoziati sui mercati devono essere ricondotti tutti i debiti – a prescindere dalla loro scadenza – contratti con istituti di credito oppure assunti attraverso il ricorso a prestiti obbligazionari.

Infine, il capitale netto accoglie tutte le poste contabili relative alla formazione del patrimonio netto dell’impresa, ovvero capitale sociale, riserve e risultato d’esercizio.

⁵⁶ Appare necessario segnalare l’esistenza di altre interpretazioni in merito alla destinazione del fondo trattamento fine rapporto: in primo luogo, la posizione di chi ritiene il lavoro un elemento costitutivo della “struttura” aziendale (alla stregua di impianti e macchinari), con la conseguente esclusione del TFR tra i finanziamenti legati alla dimensione corrente del ciclo operativo; inoltre, alcuni operano una lettura del fondo in parola in chiave strettamente finanziaria, considerando il debito verso i lavoratori semplicemente come una fonte di finanziamento sulla quale gravano oneri finanziari rappresentati dalle indicizzazioni previste dalla legge.

Figura 2.5. Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ
<p><i>Attività operative legate alla gestione corrente</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Cassa, nei limiti del volano necessario allo svolgersi delle operazioni della gestione corrente - Crediti commerciali verso clienti - Crediti commerciali verso società controllate e collegate - Scorte di magazzino - Anticipi a fornitori per acquisto di materie prime - Ratei e risconti attivi afferenti operazioni legate alla gestione corrente <p><i>Attività operative estranee alla gestione corrente</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Immobili, impianti, macchinari - Anticipi a fornitori per acquisto cespiti - Brevetti, marchi <p><i>Attività della gestione accessoria</i></p> <p><i>Attività della gestione finanziaria</i></p>	<p><i>Passività legate alla gestione corrente</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Debiti verso fornitori materie - Debiti commerciali verso società controllate e collegate - Ratei e risconti passivi afferenti operazioni legate alla gestione corrente - Anticipi da clienti - Fondi rischi afferenti alla gestione corrente - Fondo imposte - Fondo trattamento fine rapporto <p><i>Passività estranee alla gestione corrente</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Debiti verso banche - Debiti verso fornitori impianti - Debiti a medio/lungo termine - Debiti finanziari verso società controllate e collegate <p><i>Patrimonio netto</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Capitale sociale - Riserve - Utile (perdita) d'esercizio

Fonte: adattato da Tami A., 1990, *Analisi di bilancio*, Roma, Buffetti editore, p. 66.

L'utilità del modello di riclassificazione proposto sarà evidente nel proseguo della trattazione, laddove sarà affrontato il tema dell'analisi di bilancio per margini e, soprattutto, la costruzione di uno dei parametri di misurazione del valore creato dall'impresa, ovvero l'*economic value added* (EVA).

2.5. La riclassificazione del conto economico

La funzione informativa affidata al conto economico consiste nel mostrare il risultato reddituale ottenuto per effetto della gestione, nonché il processo di

formazione dello stesso. L'analisi del suo contenuto è finalizzata a verificare l'esistenza di condizioni di equilibrio economico e dunque la capacità dell'organizzazione di offrire una adeguata remunerazione a tutti i fattori impiegati nella produzione.

In tale prospettiva, appare importante indagare qual è il contributo offerto da ciascuna area della gestione alla determinazione del reddito netto realizzato, rendendo necessaria la costruzione di un conto economico in grado di associare a ciascuna zona della gestione il risultato economico prodotto: ovviamente, la frazione di reddito destinata ad assumere una valenza informativa specifica ed insostituibile è senz'altro rappresentata dal risultato economico prodotto dalle sole operazioni caratteristiche.

Tali considerazioni richiamano i concetti già esposti in precedenza in merito alla ideale suddivisione dell'attività aziendale nelle differenti aree della gestione. Con riferimento a ciascuna di esse è possibile individuare una configurazione di reddito:

- reddito operativo-caratteristico, generato dalle operazioni tipiche della gestione, ovvero dai costi e dai ricavi afferenti il ciclo acquisto-trasformazione-vendita;
- reddito della gestione non caratteristica;
- reddito della gestione finanziaria, ottenuto dalla contrapposizione di costi e ricavi finanziari;
- reddito della gestione straordinaria, determinato dalla contrapposizione di oneri e proventi straordinari;
- reddito netto, quale configurazione ultima di risultato economico, ottenuto dalla somma algebrica di tutte le voci di costo e ricavo generati dalla gestione.

Anche per il conto economico la dottrina e la prassi mettono a disposizione diversi criteri di riclassificazione. In questa sede, si ritiene opportuno concentrare l'attenzione su quelli maggiormente impiegati e dotati di una più elevata valenza informativa ai fini dell'analisi di bilancio:

1. il criterio funzionale, o a ricavi e costi del venduto;
2. il criterio del valore aggiunto.

La riclassificazione del conto economico secondo il criterio funzionale

Il primo criterio di riclassificazione proposto per il conto economico impiega la medesima logica interpretativa già discussa in sede di esposizione del modello della pertinenza gestionale: anche in questo caso la collocazione delle singole voci di costo e di ricavo viene effettuata considerando l'area gestionale nella quale essi si sono manifestati.

Si tratta di un modello di analisi facilmente impiegabile per valutazioni compiute internamente all'impresa e particolarmente adatto alle aziende industriali. L'obiettivo principale consiste nel determinare risultati reddituali intermedi in grado di evidenziare il contributo offerto da ciascuna area della gestione alla formazione del risultato economico. Lo schema di riferimento del modello in parola è rappresentato nella seguente tabella.

Figura 2.6. Il conto economico riclassificato secondo il criterio a ricavi e costi del venduto

Fatturato
- Costo del venduto:
+ rimanenze iniziali
+ acquisti materie e semilavorati
+ energia
+ costo del lavoro
+ ammortamenti industriali
+ canoni di leasing per beni industriali
+ altri costi industriali
- rimanenze finali
= Risultato lordo industriali
- Costi commerciali e distributivi
- Costi amministrativi generali
= Reddito operativo
- Oneri finanziari
+ Proventi finanziari
+ Proventi delle gestioni accessorie

- Costi delle gestioni accessorie
<hr/>
= Risultato di competenza
± Componenti straordinari di reddito
<hr/>
= Reddito ante imposte
- Imposte dell'esercizio
<hr/>
= Reddito netto
<hr/>

È importante soffermare l'attenzione sul reddito operativo, in quanto la sopravvivenza dell'azienda e la sua stessa ragione d'essere dipendono dalla capacità di generare un risultato positivo svolgendo le operazioni che compongono la gestione caratteristica.

La riclassificazione del conto economico secondo il criterio del valore aggiunto

Uno schema di riclassificazione del conto economico frequentemente impiegato nella pratica professionale e soprattutto dagli analisti esterni, è rappresentato dal criterio finalizzato a porre in evidenza il valore aggiunto creato attraverso l'attività d'impresa. Si tratta, in altri termini, di misurare l'entità del valore che l'azienda, attraverso il processo di trasformazione posto in essere dal ciclo operativo, è in grado di aggiungere alle materie prime ed agli altri fattori produttivi acquisiti dall'esterno.

Figura 2.7. Il conto economico riclassificato secondo il criterio del valore aggiunto

Fatturato
± Variazione delle scorte di prodotti finiti e semilavorati
+ Lavori in economia
<hr/>
= Produzione dell'esercizio
- Acquisti di materie e semilavorati
- Spese per prestazione di servizi
± Variazione delle scorte di materie prime
<hr/>
= Valore aggiunto
- Costo del personale
<hr/>
= Margine operativo lordo (MOL)

- Ammortamenti
- Accantonamenti
<hr/>
= Reddito operativo o Margine operativo netto (MON)
± Proventi e oneri finanziari
<hr/>
= Reddito corrente
± Componenti straordinari di reddito
<hr/>
= Reddito ante imposte
- Imposte dell'esercizio
<hr/>
= Reddito netto
<hr/>

Il valore aggiunto, oltre ad assumere il significato prima proposto, costituisce altresì la grandezza nella quale devono trovare opportuna capienza le remunerazioni di tutti i fattori impiegati nella produzione: il lavoro, il fisco, il capitale di credito attraverso gli oneri finanziari, gli investimenti durevoli attraverso le quote di ammortamento e così via.

Accanto al valore aggiunto, il criterio di riclassificazione in parola consente di costruire altri importanti risultati intermedi, dotati di una specifica valenza informativa. Sottraendo dal valore aggiunto il costo sostenuto per il personale, si ottiene il margine operativo lordo (definito anche EBITDA, *earning before interest taxes depreciation and amortization*), grandezza in grado di esprimere una misura di reddito al lordo degli ammortamenti, quote di costo che non hanno manifestazione monetaria e che presentano un indiscutibile grado di discrezionalità: in tale ottica, il MOL non risente delle politiche di bilancio attuate dagli amministratori per influire sulla misura del reddito.

2.6. I margini finanziari

Il procedimento di riclassificazione del bilancio eseguito seguendo le metodologie appena illustrate risulta propedeutico per consentire la realizzazione di una corretta e proficua analisi dei dati economico-finanziari. Come già evidenziato in precedenza,

la prima tipologia di indagine da evidenziare si sostanzia nella costruzione di margini finanziari, ottenuti dal confronto tra diverse poste dello stato patrimoniale riclassificato, ovvero della struttura finanziaria.

I margini finanziari oggetto di studio sono i seguenti:

1. capitale circolante netto (CCN);
2. margine di tesoreria (MT);
3. margine di struttura (MS).
4. capitale circolante netto commerciale o operativo (CCNC);
5. il capitale operativo investito netto (COIN)
6. il capitale investito netto (CIN);
7. posizione finanziaria netta (PFN).

Appare appena il caso di sottolineare che, mentre la determinazione del capitale circolante netto, del margine di tesoreria e del margine di struttura richiedono una classificazione dello stato patrimoniale operata secondo il criterio finanziario, la costruzione dei rimanenti margini si avvale di un approccio alla riclassificazione del bilancio operato in ottica funzionale (criterio della pertinenza gestionale).

Il capitale circolante netto è ottenuto dalla differenza tra il capitale circolante lordo, espressione degli impieghi destinati a tornare in forma liquida nel breve periodo, e i debiti da rimborsare entro l'esercizio successivo. Impiegando gli stessi simboli già visti in precedenza, si ottiene la seguente relazione:

$$[1] \text{CCN} = \text{CCL} - \text{PB}$$

Esplicitando le diverse componenti del capitale circolante lordo, la [1] diventa:

$$[2] \text{CCN} = \text{DLI} + \text{DLD} + \text{RIM} - \text{PB}$$

In alternativa è possibile addivenire alla costruzione del capitale circolante netto operando un confronto tra le rimanenti voci della struttura finanziaria, ovvero:

$$[3] \text{CCN} = (\text{PN} + \text{PML}) - \text{IMN}$$

Concentrando l'attenzione sulla formulazione [2], si sottolinea la valenza informativa del margine in parola: esso infatti è impiegato dagli analisti per formulare giudizi in merito al rispetto di una delle condizioni fondamentali volte ad

assicurare l'equilibrio della struttura finanziaria, ovvero la corretta corrispondenza temporale tra fonti e impieghi. Come noto, in base a tale principio, è necessario garantire la copertura di investimenti correnti con fonti di finanziamento a breve termine ed investimenti durevoli con fonti consolidate.

Applicando questa regola generale al margine in esame, la capacità della struttura finanziaria di assicurare un buon equilibrio temporale tra le poste patrimoniali è segnalata dalla presenza di un valore positivo del capitale circolante netto. Ciò equivale ad affermare che il complesso degli impieghi a breve termine non può trovare completa copertura nelle fonti elastiche, ma, almeno in parte, deve essere finanziato con il ricorso a passività consolidate. La spiegazione economico-aziendale sottostante tale affermazione – soltanto in apparenza in contraddizione con quanto espresso in precedenza in merito al principio della corretta corrispondenza temporale tra fonti e impieghi – deve essere rintracciata nella composizione del capitale circolante lordo. All'interno di tale aggregato sono infatti presenti le scorte di magazzino che, pur rappresentando una posta contabile destinata a tornare in forma liquida nel breve periodo – e dunque correttamente inserita tra le attività correnti secondo una logica finanziaria –, in realtà, almeno in parte, sono espressione di un fabbisogno consolidato, necessitando pertanto di una copertura realizzata con fonti a media-lunga scadenza. In effetti, le regole di buona amministrazione impongono all'impresa di mantenere all'interno del magazzino un quantitativo minimo di scorte di materie e prodotti al fine di non pregiudicare il corretto svolgimento dei processi di produzione e vendita (cosiddetto “lotto minimo economico”⁵⁷).

Ne consegue che l'equilibrio temporale della struttura finanziaria si ottiene in corrispondenza di un capitale circolante netto positivo e, più in particolare, pari indicativamente all'ammontare delle scorte di magazzino (ovviamente nell'ipotesi in cui queste ultime corrispondano al “lotto minimo economico”). In tal modo le fonti elastiche assicurano la copertura alle disponibilità liquide immediate e differite,

⁵⁷ Il tema sarà adeguatamente approfondito in seguito.

rendendo necessario il ricorso a fonti consolidate per la quota di rimanenze destinata a permanere stabilmente in magazzino.

La presenza di un capitale circolante netto associato a valori eccessivamente elevati, ovvero al di sopra del quantitativo di scorte minime tecniche, segnala la tendenza ad un sovraimpiego delle fonti consolidate, portate a copertura anche di una parte degli investimenti liquidi. Viceversa, un CCN negativo esprime una eccessiva presenza di debiti a breve scadenza i quali, pertanto, vanno a finanziare anche gli investimenti durevoli, denotando un evidente squilibrio finanziario della gestione, squilibrio riscontrabile nell'ipotesi in cui arrivando a scadenza una parte dei debiti a breve, l'azienda non disponga della liquidità necessaria per rimborsare i debiti stessi.

Il margine di tesoreria appare strettamente collegato al capitale circolante netto, sia sul piano della derivazione algebrica, sia in termini di contenuto informativo. Esso può essere determinato nel modo seguente:

$$[4] \text{ MT} = \text{DLI} + \text{DLD} - \text{PB}$$

Tale margine opera un confronto tra le componenti liquide, immediate e differite, del capitale circolante lordo, con i debiti a breve scadenza. È evidente la stretta relazione con il capitale circolante netto, dal quale il margine di tesoreria differisce per l'entità delle scorte di magazzino: si tratta, pertanto, di un margine depurato della componente consolidata dell'attivo corrente e dunque rappresentativo della posizione di liquidità dell'impresa. Il margine di tesoreria può essere quindi calcolato anche nel modo seguente:

$$[5] \text{ MT} = \text{CCN} - \text{RIM}$$

In effetti, la costruzione del margine di tesoreria è finalizzata a verificare un'altra importante condizione di equilibrio della struttura finanziaria, ovvero la capacità della stessa di fronteggiare tempestivamente gli impegni di pagamento. In tale prospettiva e ricordando quanto affermato in precedenza, un giudizio positivo sulla posizione di liquidità dell'impresa è associato ad un valore del margine di tesoreria prossimo allo zero. Al contrario, un margine di tesoreria sensibilmente positivo denota una situazione di inefficienza in quanto il management ha scelto di investire

una parte significativa delle risorse in liquidità, sottraendola agli investimenti nelle attività aziendali, che per definizione devono risultare più redditizie rispetto agli impieghi monetari. Se così non fosse, infatti verrebbe meno la ragione stessa dell'attività industriale e l'imprenditore dovrebbe optare per lo svolgimento di attività finanziarie. Inoltre, essendo il margine di tesoreria una frazione del capitale circolante netto, non potranno mai essere verificate contemporaneamente le seguenti relazioni:

$$CCN < 0 \text{ e } MT > 0$$

Al contrario, la determinazione di un capitale circolante netto positivo e di un margine di tesoreria negativo è sintomatica di una eccessiva presenza di scorte all'interno della struttura finanziaria dell'impresa.

Anche il margine di struttura viene calcolato impiegando una riclassificazione dello stato patrimoniale in chiave finanziaria e si ottiene come differenza tra il patrimonio netto e le immobilizzazioni nette:

$$[6] MS = PN - IMN$$

Tale margine esprime la capacità dell'impresa di coprire il fabbisogno consolidato espresso dalla gestione e rappresentato dalle immobilizzazioni nette con fonti altrettanto consolidate, costituite dal patrimonio netto. In altri termini, il margine di struttura offre informazioni in merito al grado di capitalizzazione dell'impresa, ovvero della propensione dell'azienda a finanziare gli impieghi fissi evitando il ricorso all'indebitamento e dunque utilizzando il solo capitale apportato dai soci.

La presenza di un margine di struttura positivo segnala un buon livello di capitalizzazione dell'organizzazione e dunque la sua capacità di fronteggiare gli investimenti durevoli con il solo patrimonio netto. Occorre però precisare che, anche laddove il margine avesse un valore negativo, non si assisterebbe automaticamente ad una situazione di crisi finanziaria dell'impresa: si rende però necessario verificare che la quota di immobilizzazioni nette che non trova copertura nel patrimonio netto, sia finanziata da debiti a media lunga scadenza, nel rispetto delle condizioni di equilibrio del binomio fonti-impieghi.

Adottando una logica di riclassificazione dello stato patrimoniale fondata sul criterio della pertinenza gestionale, è possibile addivenire alla costruzione di altri importanti margini da impiegare nell'analisi della situazione finanziaria dell'impresa. Innanzitutto, volendo compiere un parallelo con il capitale circolante netto già definito, è possibile introdurre il concetto di capitale circolante netto commerciale, calcolato come differenza tra le attività e le passività correnti: è ovvio che in questa ipotesi il termine "corrente" acquista un significato puramente funzionale che prescinde pertanto dalla distinzione tra breve e lungo periodo. Algebricamente il capitale circolante netto commerciale si può esprimere nel modo seguente:

$$[7] \text{CCNC} = \text{AC} - \text{PC}$$

AC = attività operative legate alla gestione corrente, quali in primo luogo crediti verso clienti (indipendentemente dalla scadenza) e scorte;

PC = passività legate alla gestione corrente, come ad esempio i debiti verso i fornitori (ed in generale tutte le passività spontanee) ed il trattamento di fine rapporto⁵⁸.

La presenza di un CCNC positivo – circostanza frequentemente riscontrata soprattutto nelle imprese industriali, dove il peso dei crediti e delle scorte tende ad essere superiore rispetto all'entità dei debiti di fornitura e del TFR – sta ad indicare la formazione di un fabbisogno la cui copertura deve avvenire attraverso il ricorso a debiti finanziari oppure al patrimonio netto. Ponendosi in tale ottica di osservazione, la gestione finanziaria dell'impresa dovrebbe essere rivolta al contenimento delle dimensioni del capitale circolante netto commerciale, in quanto si tratta di una grandezza destinata ad assorbire liquidità senza generare rendimenti espliciti, ma richiedendo al tempo stesso l'acquisizione di fonti di finanziamento con un costo determinato: un margine positivo, inoltre, sottrae risorse da investimenti diversi che invece risultano potenzialmente idonei a produrre nuova ricchezza.

⁵⁸ Per una analisi più dettagliata delle voci che compongono le attività e le passività correnti secondo una logica funzionale, si rinvia alla figura 2.5.

Sempre nell'ambito della riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale, è possibile addivenire alla costruzione del capitale operativo investito netto (COIN) seguendo la seguente logica:

$$[8] \text{ COIN} = \text{IC}_o + \text{IS}_o - \text{P}_s$$

IC_o = investimenti correnti legati al ciclo operativo (crediti e scorte);

IS_o = investimenti strutturali legati al ciclo operativo (impianti e macchinari);

P_s = passività spontanee totali.

Tale margine esprime l'ammontare complessivo del fabbisogno emergente dal ciclo operativo, al netto delle passività originate in maniera spontanee.

Il capitale investito netto (CIN) si ottiene partendo proprio dal COIN ed aggiungendo gli investimenti relativi all'area accessoria e finanziaria. Tale margine pertanto ingloba, dal lato dell'attivo, la totalità degli investimenti, dai quali sottrae le passività spontanee.

$$[9] \text{ CIN} = \text{COIN} + \text{Ia} + \text{If}$$

oppure:

$$[10] \text{ CIN} = \text{IC}_o + \text{IS}_o + \text{Ia} + \text{If} - \text{P}_s = \text{K} - \text{P}_s$$

dove Ia e If rappresentano gli investimenti accessori e finanziari.

Il CIN in parola rappresenta l'ammontare del fabbisogno complessivo della gestione, al netto delle fonti costituite in maniera spontanea. Si tratta di un margine che assume una particolare rilevanza nell'ambito della costruzione dell'*Economic Value Added* (EVA), un indicatore di performance preposto a misurare la capacità dell'impresa di creare valore. Il tema sarà ripreso nel capitolo 11.

L'ultimo margine oggetto del presente studio è costituito dalla posizione finanziaria netta (PFN), ottenuto come differenza tra il totale dei debiti finanziari (dunque espressamente negoziati con gli intermediari finanziari e creditizi e contrassegnati da una scadenza a breve e a medio-lungo termine) e le attività di natura finanziaria (depositi bancari, titoli, cassa, crediti finanziari).

$$[11] \text{ PFN} = \text{DF} - \text{AF}$$

DF = debiti finanziari

AF = attività finanziarie

Si tratta di un margine destinato a fornire utili informazioni in merito alla situazione debitoria dell'impresa ed alla sua solvibilità. In particolare, la PFN offre la misura dei debiti finanziari per i quali non è attualmente disponibile una immediata copertura ottenuta dalla liquidazione delle attività finanziarie.

2.7. L'analisi per indici

Gli indici di bilancio si ottengono attraverso la costruzione di rapporti tra grandezze rilevate dal conto economico e dallo stato patrimoniale, opportunamente riclassificati secondo le regole già esposte. È opportuno sottolineare fin da ora la possibilità di comporre innumerevoli indicatori della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale dell'impresa, ciascuno dotato di una valenza informativa più o meno rilevante, a seconda delle esigenze conoscitive dell'analista e della disponibilità quali-quantitativa di dati di bilancio.

L'attendibilità segnaletica del sistema di quozienti di volta in volta predisposto è funzione diretta della capacità di chi compie l'indagine di operare una scelta adeguata degli indicatori e di realizzare opportuni confronti tra i risultati di volta in volta conseguiti. Tali confronti devono essere compiuti⁵⁹:

- all'interno dello stesso paniere di indici, considerando ognuno di essi come un elemento da incastrare con gli altri per la formulazione di giudizi complessivi in merito all'andamento della gestione;
- nel tempo, ovvero ponendo a confronto gli indici calcolati per la stessa azienda e riferiti a diversi periodi amministrativi. Ciò si rende necessario per verificare l'evoluzione delle condizioni di operatività dell'impresa;
- nello spazio, evidenziando differenze e similitudini con il medesimo sistema di indicatori costruito ed applicato ad aziende considerate omogenee sotto il

⁵⁹ Pavarani E., 2006, *L'equilibrio finanziario. Criteri e metodologie nella logica di Basilea 2*, Milano, McGraw-Hill, p. 124.

profilo dimensionale, del settore economico di appartenenza, dell'entità del fatturato, del numero di dipendenti e così via.

Al fine di garantire una maggiore semplicità nella predisposizione degli indicatori e soprattutto nella interpretazione degli stessi, è possibile raggrupparli in specifiche categorie, ciascuna associata ad un aspetto della gestione da approfondire:

- a) liquidità e disponibilità;
- b) indebitamento e solidità patrimoniale;
- c) durata e *turnover*;
- d) redditività;
- e) sviluppo.

a) Gli indici di liquidità e disponibilità

Il primo aspetto da indagare attraverso la definizione dei quozienti di bilancio riguarda la capacità dell'organizzazione di far fronte tempestivamente agli impegni di pagamento, nonché la presenza di una adeguata corrispondenza temporale tra gli investimenti e la durata delle fonti di finanziamento. In altri termini, si tratta della medesima finalità conoscitiva adottata in sede di calcolo del margine di tesoreria e del capitale circolante netto e consiste nel verificare l'esistenza delle condizioni che assicurano un corretto equilibrio della struttura finanziaria.

L'indice di liquidità primaria o *quick ratio*, si ottiene confrontando il complesso delle disponibilità liquide immediate e differite con il totale dei debiti a breve termine⁶⁰. Algebricamente:

$$[12] \frac{DLI + DLD}{PB}$$

L'indicatore esprime la capacità dell'impresa di coprire con le fonti di finanziamento elastiche la parte di fabbisogno corrente espressa dalla gestione, ovvero, adottando un'altra ottica di osservazione, consente di indagare la propensione dell'azienda a far fronte agli impegni di pagamento a breve scadenza impiegando la porzione liquida o prontamente liquidabile del capitale circolante

⁶⁰ Massari M., 1983, *Gli strumenti per le analisi finanziarie in Trattato di Finanza aziendale* a cura di Pivato G., Milano, Franco Angeli, p. 399.

lordo. Ne consegue che, in condizioni di equilibrio, il valore dell'indicatore dovrebbe avvicinarsi all'unità.

Il quoziente corrispondente al capitale circolante netto e che offre le medesime informazioni in merito alla situazione finanziaria dell'impresa prende il nome di indice di disponibilità o *current ratio*, dato dal rapporto tra le attività correnti componenti il capitale circolante lordo e le passività a breve scadenza:

$$[13] \frac{CCL}{PB} = \frac{DLI + DLD + RIM}{PB}$$

Il *current ratio*, che dovrebbe assumere valori tendenzialmente maggiori di uno, offre una misura attendibile della propensione mostrata dall'impresa a finanziare con fonti elastiche gli impieghi a breve.

b) Gli indici di indebitamento e solidità patrimoniale

L'analisi della struttura finanziaria non può prescindere dalla verifica della situazione debitoria dell'impresa, uno degli elementi più importanti da sottoporre ad accurata indagine al fine di formulare un giudizio di merito sulla gestione delle risorse finanziarie da parte del management.

Uno degli indicatori maggiormente impiegati nella valutazione del grado di indebitamento è il cosiddetto grado di leva (o *leverage*) ottenuto dal confronto tra il totale del capitale investito (K) ed il patrimonio netto dell'azienda:

$$[14] \frac{K}{PN} \geq 1$$

Considerando che il patrimonio netto costituisce una parte del capitale complessivamente investito, l'indicatore in parola non può assumere valori inferiori all'unità. Esso può, in linea teorica, essere pari ad uno nell'ipotesi di assoluta assenza di indebitamento, circostanza difficilmente riscontrabile nella realtà, ad eccezione del momento di costituzione dell'impresa, quando il capitale iniziale è rappresentato dai soli conferimenti eseguiti dai soci.

Esistono altre varianti nel calcolo del rapporto di indebitamento, costruite nel modo seguente:

$$[15] \frac{K - PN}{PN} \geq 0$$

$$[16] \frac{K - PN}{K} \leq 1$$

La [15] opera un confronto tra il totale dell'indebitamento ed il patrimonio netto ed esprime la proporzione con cui si presenta il debito nei confronti del capitale di pertinenza dei soci. Un valore elevato dell'indicatore è il sintomo di una presenza preponderante di capitale di debito rispetto al capitale proprio: in tale ottica, il quoziente può offrire informazioni anche in merito al livello di capitalizzazione dell'impresa.

L'ultima formulazione è ottenuta dal rapporto tra l'ammontare dei debiti ed il capitale investito ed esprime il peso del capitale preso a prestito sul totale delle fonti. Si tratta, pertanto, di un quoziente di composizione del passivo in grado di valutare l'autonomia finanziaria dell'impresa che diminuisce al crescere del rapporto e dunque dell'incidenza dei debiti.

La verifica della solidità patrimoniale dell'impresa può essere realizzata attraverso l'impiego dell'indice di copertura delle immobilizzazioni, ottenuto dal confronto tra l'attivo immobilizzato ed il totale delle passività acquisite con il vincolo di lunga durata, ovvero debiti a medio-lungo termine e capitale proprio. Algebricamente:

$$[17] \frac{IMN}{PML + PN}$$

Tale quoziente permette di formulare giudizi in merito alla corretta corrispondenza temporale tra fonti e impieghi⁶¹, ovvero alla capacità dell'impresa di finanziare l'acquisizione di attività immobilizzate con il ricorso a fonti di finanziamento destinate a rimanere a lungo termine a disposizione dell'organizzazione.

È possibile, altresì, accertare in quale misura le immobilizzazioni sono coperte con il ricorso al solo capitale proprio, attraverso la definizione dell'indice di

⁶¹ A ben vedere, infatti, le voci che compongono questo indicatore sono le medesime utilizzate nella costruzione del capitale circolante netto.

autocopertura delle immobilizzazioni, equivalente, sotto il profilo informativo, al margine di struttura visto in precedenza. In formula:

$$[18] \frac{PN}{IMN}$$

Esso offre indicazioni in merito alla capacità dell'impresa di provvedere, attraverso il ricorso al solo patrimonio netto, al finanziamento del capitale permanentemente investito. Un giudizio in merito all'equilibrio della struttura finanziaria deve necessariamente passare attraverso l'analisi congiunta degli ultimi due indicatori, al fine di verificare se l'eventuale quota di immobilizzazioni che non trova copertura nel capitale netto è finanziata dai debiti consolidati oppure dalle fonti a breve termine.

c) Gli indici di durata e di turnover

Utili indicazioni in merito al raggiungimento di obiettivi di efficacia ed efficienza nella gestione d'impresa possono provenire dalla costruzione di indicatori in grado di esprimere il tempo medio nell'incasso dei crediti e nel pagamento dei debiti, nonché la giacenza del magazzino.

In particolare, il tempo medio di incasso dei crediti si determina confrontando l'ammontare complessivo dei crediti vantati verso i clienti con il fatturato espresso in termini giornalieri:

$$[19] \frac{\text{Crediti}}{\text{Fatturato} / 365}$$

Il risultato rappresenta il tempo necessario, in media, affinché le vendite vengano monetizzate attraverso il pagamento dei crediti da parte della clientela. È opportuno precisare che i valori inseriti nell'indicatore devono essere opportunamente corretti, in quanto, mentre i crediti risultano al lordo dell'imposta sul valore aggiunto, il fatturato è rilevato al netto d'IVA: al fine di rendere omogenee le grandezze oggetto del confronto, si rende necessario scorporare l'imposta dai crediti, oppure inglobare l'imposta nel fatturato.

Un valore dell'indice in parola eccessivamente elevato può essere il sintomo di difficoltà nella gestione dei rapporti con la clientela, sintetizzabili in una scarsa forza contrattuale nei loro confronti, oppure può segnalare difficoltà finanziarie degli stessi clienti, tale da accrescere il numero e l'entità dei crediti inesigibili.

Al fine di definire una corretta politica commerciale, il tempo medio di giacenza dei crediti deve essere analizzato sia rispetto al medesimo indicatore calcolato con riferimento ad altre aziende appartenenti al medesimo settore economico, sia in relazione al tempo medio di giacenza dei debiti, determinato come segue:

$$[20] \frac{\text{Fornitori}}{\text{Acquisti} / 365}$$

Si tratta di un indicatore finalizzato a determinare il tempo medio intercorrente tra l'acquisto dei fattori produttivi ed il loro pagamento. Un elevato livello dell'indicatore segnala la capacità dell'impresa di negoziare con i fornitori condizioni vantaggiose in termini di finanziamento del fabbisogno emergente dalla gestione corrente. Anche con riferimento a tale quoziente, si rende necessario provvedere alla omogeneizzazione delle voci poste a confronto in termini di imposta sul valore aggiunto.

Dal confronto tra i due ultimi indici, ai fini di una corretta gestione finanziaria, deve risultare che la durata media dei crediti deve essere inferiore alla durata media dei debiti, affinché con gli incassi dei primi possa far fronte al pagamento dei secondi.

È possibile determinare il tempo medio di giacenza anche con riferimento ad un'altra componente del capitale circolante lordo, ovvero le scorte. Un primo indicatore può essere calcolato nel modo seguente:

$$[21] \frac{\text{Rimanenze}}{\text{Acquisti} / 365}$$

In termini generali, una crescita del tempo medio di giacenza delle scorte implica un rallentamento del ciclo di produzione e/o distribuzione, con una conseguente crescita del fabbisogno finanziario espresso dalla componente più consolidata del circolante. Al fine di ottenere informazioni più dettagliate e di confrontare dati quanto più possibile omogenei, si rende però necessario considerare separatamente le diverse tipologie di rimanenze e procedere alla costruzione di altrettanti quozienti:

$$[22] \frac{\textit{Materie}}{\textit{Acquisti} / 365}$$

$$[23] \frac{\textit{Semilavorati}}{\textit{CV} / 365}$$

$$[24] \frac{\textit{Pr odotti}}{\textit{CV} / 365}$$

dove CV rappresenta il costo del venduto ed assume il significato espresso in sede di riclassificazione del conto economico (v. figura 2.6).

Informazioni utili in merito alle dinamiche della struttura finanziaria possono essere offerte anche dalla lettura degli indici di *turnover*, finalizzati ad esprimere il numero di volte in cui una componente o la totalità del capitale investito tornano in forma liquida attraverso la vendita per realizzare il volume di fatturato raggiunto dall'azienda. L'indice di rotazione del capitale investito si ottiene dal rapporto tra il fatturato ed il totale degli investimenti:

$$[25] \frac{\textit{Fatturato}}{K}$$

Impiegando la medesima logica per le diverse porzioni del capitale investito, è possibile costruire diversi indici di turnover:

indice di rotazione dei crediti

$$[26] \frac{\textit{Fatturato}}{\textit{Crediti}}$$

indice di rotazione del magazzino

$$[27] \frac{\textit{Fatturato}}{\textit{Rimanenze}}$$

indice di rotazione delle immobilizzazioni

$$[28] \frac{\textit{Fatturato}}{\textit{Im mobilizzazioni}}$$

Dalla lettura degli indici di *turnover* appare evidente come un giudizio positivo sia associato alle imprese in grado di realizzare un maggior livello di fatturato a parità di capitale investito, oppure, il che è esattamente lo stesso, alle imprese che ottengono

un fatturato corrispondente a quello dei concorrenti, ma impiegando meno capitale investito.

d) Gli indici di redditività

La capacità dell'impresa di produrre reddito e remunerare adeguatamente i fattori della produzione deve essere valutata sulla base degli indici di redditività, definiti dal confronto tra grandezze economiche – ovvero le diverse configurazioni di reddito che è possibile derivare dalle procedure di riclassificazione – e grandezze di natura patrimoniale.

L'analisi prende avvio dalla costruzione dell'indice di redditività del capitale proprio, il ROE (*return on equity*), ottenuto dal rapporto tra il reddito netto ed il capitale proprio. In simboli:

$$[29] \frac{RN}{PN}$$

Esso esprime il grado di redditività del patrimonio netto, ovvero la capacità dell'azienda di raggiungere risultati economici in grado di garantire una congrua remunerazione ai proprietari dell'organizzazione, ovvero i soci. Si tratta di un fondamentale parametro per l'analisi del livello di attrattività di un investimento in capitale di rischio, destinato pertanto ad essere confrontato con gli altri indici ROE espressi dalla gestione di imprese simili⁶². L'indicatore in parola offre una misura della redditività netta dell'impresa, ovvero dell'ultima configurazione di reddito rintracciabile nel bilancio d'esercizio, a prescindere dalla metodologia di riclassificazione adottata.

Una misura della redditività dell'intero capitale investito nell'impresa, sia a titolo di capitale di pieno rischio, sia a titolo di capitale di credito, è offerta dal ROI (*return on investment*), dato dal rapporto tra il reddito operativo ed il totale del capitale investito:

$$[30] \frac{RO}{K}$$

⁶² L'impiego del termine "simile" sta ad indicare la necessità di restringere il confronto ad aziende dotate delle stesse caratteristiche in termini di dimensioni, di settore economico di appartenenza, di processo produttivo e, soprattutto, di livello di rischiosità.

A sua volta, il ROI può essere scomposto nelle sue determinanti, evidenziando altri due importanti indicatori: il ROS (*return on sales*), in grado di esprimere il tasso di redditività delle vendite, e l'indice di rotazione del capitale investito, già descritto in precedenza. Contrariamente a quanto accade con il ROE, nel ROI la configurazione di reddito adottata è il reddito operativo, ovvero quello risultante dalla sola gestione caratteristica, escludendo l'impatto determinato sulla redditività delle gestioni accessorie, extra-caratteristiche, finanziarie e fiscali. Algebricamente, si procede moltiplicando e dividendo il ROI per l'ammontare del fatturato:

$$[31] \text{ ROI} = \frac{RO}{\text{Fatturato}} \times \frac{\text{Fatturato}}{K} = \text{ROS} \times \text{Turnover capitale investito}$$

Infine, è possibile annoverare tra gli indici di redditività, anche il ROD (*return on debt*) che definisce il livello di onerosità del capitale preso a prestito:

$$[32] \frac{OF}{D}$$

dove *OF* rappresenta il totale degli oneri finanziari, mentre *D* individua il totale dei debiti contratti dall'impresa, sia a breve termine, sia a media-lunga scadenza.

Nel proseguo della trattazione saranno approfonditi i legami esistenti tra la redditività del capitale proprio (ROE), la redditività del capitale investito (ROI) ed il grado di onerosità dei debiti (ROD), attraverso la definizione e la costruzione della manovra della leva finanziaria.

e) Gli indici di sviluppo

L'ultima categoria di indicatori oggetto della presente rassegna, intende focalizzare l'attenzione sulla capacità dell'impresa di accrescere la propria capacità produttiva attraverso il solo ricorso alle fonti interne di finanziamento. In particolare, si intende verificare il contributo offerto dalle quote di ammortamento all'acquisizione di nuove immobilizzazioni. Il relativo indicatore può essere espresso nel modo seguente:

$$[33] \frac{\text{Ammortamenti}}{\Delta \text{Immobilizzazioni}}$$

e sta ad indicare quanta parte dei nuovi investimenti realizzati in capitale fisso è stata finanziata attraverso la politica di ammortamento, finalizzata ad imputare al conto economico costi cui però non corrispondono uscite monetarie.

Allo stesso modo, è possibile conoscere il contributo offerto dall'autofinanziamento, ovvero dall'entità degli utili non distribuiti e risparmiati, alla realizzazione di politiche espansive seguite dall'impresa. In tale ipotesi, l'indicatore può essere costruito nel modo seguente:

$$[34] \frac{\textit{Autofinanziamento}}{\Delta \textit{Immobilitazioni}}$$

L'autofinanziamento inserito in tale formulazione può essere rappresentato sia dai soli utili non distribuiti ai soci, sia dalla somma tra gli utili risparmiati e le quote di costo non monetarie contabilizzate nell'esercizio e costituite da ammortamenti ed accantonamenti⁶³.

⁶³ Nel primo caso si parla di autofinanziamento in senso stretto, mentre nella seconda ipotesi si determina l'autofinanziamento netto residuale allargato. Il tema costituirà oggetto di specifica trattazione.