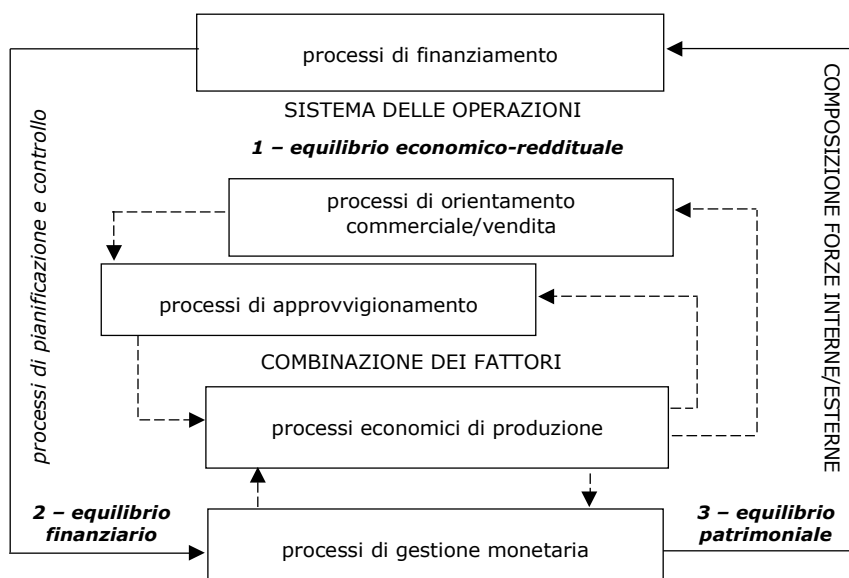


Capitolo 10

Le condizioni di equilibrio aziendale

SOMMARIO: 10.1. L'equilibrio economico. – 10.1.1. Il reddito: nozione e caratteri. – 10.1.2. L'equazione economica. – 10.1.3. L'equilibrio tra ricavi e costi: le leve economiche. – 10.1.4. I caratteri dell'equilibrio economico: dinamico, durevole e probabilistico. – 10.1.5. Le condizioni di economicità, efficacia, efficienza. – 10.2. L'equilibrio finanziario. – 10.2.1. L'equazione finanziario-monetaria. – 10.2.2. L'equilibrio tra entrate ed uscite: le leve finanziarie. – 10.2.3. I caratteri dell'equilibrio finanziario: dinamico ed immediato. – 10.2.4. Le condizioni di liquidità ed autonomia. – 10.3. L'equilibrio patrimoniale. – 10.3.1. Il capitale: la nozione e i caratteri. – 10.3.2. L'equazione del capitale. – 10.3.3. L'equilibrio tra impieghi e fonti: le leve patrimoniali. – 10.3.4. I caratteri dell'equilibrio patrimoniale: statico, durevole ed immediato. – 10.3.5. Le condizioni di elasticità e solidità. – 10.4. Gli equilibri di medio-lungo termine. – 10.4.1. Le equazioni economiche, i redditi attesi e il capitale economico. – 10.4.2. Le relazioni fra capitale economico, di funzionamento e di liquidazione.



10.1. L'equilibrio economico

10.1.1. Il reddito: nozione e caratteri

«Reddito è l'accrescimento che in un determinato periodo di tempo, il capitale di un'impresa data subisce in conseguenza della gestione» [ZAPPA, 1950, p. 277].

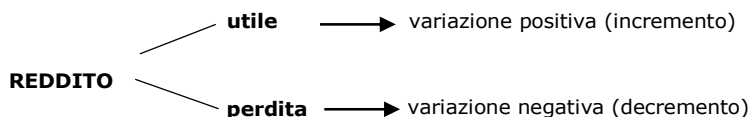
Tale definizione di reddito, già anticipata nel Capitolo 9, è necessaria per individuare e capire i caratteri, o le coordinate salienti, di questo fenomeno fondamentale per la vita dell'azienda e che è alla base dell'equilibrio economico-reddituale.

I caratteri del reddito sono dunque:

1. il reddito è una *variazione*;
2. il reddito deve poter essere individuato nel *tempo*;
3. il reddito presuppone la presenza di un *capitale*;
4. il reddito è in relazione di causa-effetto con la *gestione*.

1. Definire il **reddito** come una **variazione** significa considerarlo come una *grandezza quali-quantitativa e di natura dinamica*.

Da precisare che il reddito, in quanto variazione, non è solo l'accrescimento o l'incremento ma anche la diminuzione o il decremento del capitale per effetto della gestione:



Invece che reddito si utilizza spesso l'espressione «risultato economico» per evitare l'errato uso comune di reddito solo in termini positivi (utile).

Accogliendo senza dubbio come sinonimi i termini reddito e risultato economico non si può fare a meno di sottolineare che «il risultato economico della gestione "qualifica" la gestione medesima, perché sintetizza l'influsso – ora favorevole, ora contrario – delle varie e mutevoli condizioni interne ed esterne di funzionamento dell'impresa» [FERRERO, 1968, p. 3].

Quindi, a fronte dell'aspetto qualitativo del risultato economico sta la traduzione in termini monetari del reddito, espressione quantitativa del risultato economico della gestione.

2. Il **reddito** è un fenomeno che *ha senso nel tempo*, o meglio, **in un intervallo di tempo**: è sempre necessario specificare il lasso temporale durante il quale il reddito affluisce al fondo preesistente o da esso defluisce.

La scelta del periodo di riferimento pone alcuni problemi di coerenza logica con il fenomeno della gestione aziendale. In realtà tali problemi non sussisterebbero se, facendo astrazione da alcune esigenze imposte dalla realtà, venisse ricordato un principio consolidato di economia aziendale: quello dell'*unitarietà economica della gestione nel tempo*. Tale criterio comporta l'inscindibilità del reddito che, al di là di ogni arbitraria divisione temporale che si voglia o possa fare, si forma sempre in modo continuo contemporaneamente all'attività stessa dell'azienda («Il reddito che promana dalla gestione non si forma quindi per esercizi: solo mediante astrazioni ... può essere configurato, esercizio per esercizio, dividendo e dissociando ciò che nel concreto è indivisibile e indissociabile» [ONIDA, 1965, p. 595]).

L'unico periodo di tempo che permette di aderire teoricamente alla regola è l'intervallo che coincide con la vita dell'impresa (dal momento dell'istituzione a quello della cessazione). Il reddito totale o globale (si veda il 9.2.2.) che ne deriva «è l'espressione monetaria del risultato economico riferito alla gestione svolta durante l'intera vita dell'impresa» [FERRERO, 1968, p. 3].

Ciò che teoricamente risulta indivisibile può essere scisso per ragioni di ordine pratico.

Esistono infatti esigenze di amministrazione aziendale che rendono indispensabile la determinazione periodica del reddito e quindi impongono di suddividere per lassi temporali minori la durata di vita dell'azienda.

Si può scegliere tra una ripartizione legata al solo fattore temporale (di solito il periodo di riferimento è l'anno solare) e una scansione data dalla durata del ciclo economico di produzione¹.

La spiccata propensione per la prima soluzione è del tutto convenzionale e dettata dalle minori difficoltà di applicazione.

In conclusione, quando si parla di reddito senza specificare il periodo a cui si riferisce si è soliti sottintendere il periodo amministrativo annuale e la corrispondente porzione di attività [CAMPANINI-CAPODAGLIO, 1985, p. 50] che è l'esercizio; anche se, specie per periodi amministrativi minori, non infrequentemente si è di fronte a redditi infrannuali (semestrali, trime-

¹ Per «ciclo economico di produzione» s'intende il processo che comprende: l'acquisizione dei fattori della produzione, il loro inserimento nel processo strettamente tecnico di lavorazione, la vendita dei prodotti emersi dalla suddetta attività. Evidentemente il periodo durante il quale tale ciclo si esplica è variabile da azienda ad azienda: può essere brevissimo oppure durare molto a lungo. Così nell'anno solare si possono avere, rispettivamente, più «cicli di produzione» oppure uno solo può oltrepassare l'anno.

strali, mensili).

3. Affermare che ***il reddito presuppone la presenza di un capitale*** *non significa che il primo derivi direttamente dal secondo*, anzi, concordi con l'innovazione zappiana, si ritiene che avvenga il contrario «In senso economico il capitale è prodotto dal reddito; ... non il reddito dal capitale» [ZAPPA, 1950, p. 81]. La corretta osservazione dei due fenomeni implica il loro inquadramento nel contesto della globale attività d'impresa espressa con il termine gestione ².

Il capitale può quindi essere considerato come intimamente collegato al reddito in quanto condizione e strumento materiale della produzione aziendale. Il capitale non avrebbe significato alcuno come fonte di reddito se non fosse, insieme al fattore «lavoro», reso operante dall'uomo nell'ambito del sistema azienda.

Inoltre, considerando il *capitale* come un *fondo di valori coordinati e riferiti ad un dato istante*, i cui caratteri fondamentali siano *l'astrattezza* e *l'indeterminatezza*, si ha, come diretta conseguenza, che la definizione di reddito finisce con l'assumere i medesimi attributi conferiti al capitale.

Innanzitutto anche *il reddito è un valore* (grandezza omogeneamente espressa in termini di unità monetarie); è *astratto* nel senso che non è incorporato o incorporabile in beni o gruppi di beni aggiunti o sottratti al patrimonio d'azienda; è *indeterminato* nel senso che l'attribuzione del valore non è un'operazione oggettiva specie se, contabilmente, voglia attribuirsi al reddito significato diverso a seconda dello scopo che si vuol raggiungere con la sua determinazione (si rileggano le problematiche legate alle stime che si applicano con l'utilizzo dei diversi criteri di correlazione costi-ricavi del *sub* 9.2.3.).

La compresenza di capitale e reddito indica anche la necessità di rappresentare due modi di apparire di uno stesso fenomeno: l'investimento in un'attività d'impresa; oppure, in altre parole, due fasi nelle quali i valori aziendali possono essere considerati.

Capitale di funzionamento: stato complessivo delle attività e delle passività che, conferite nell'investimento d'impresa, concorreranno alla formazione dei redditi futuri. Esso è *l'aspetto statico dell'investimento*: grandezza del *fondo* o *stock di valori* espressa in due istanti (il momento iniziale o il momento finale del periodo prescelto).

Reddito: espressione del divenire di componenti economici attribuito ad un dato periodo di tempo. Esso è *l'aspetto dinamico dell'investimento*:

² Riprendendo ciò che diffusamente aveva espresso Zappa, Amodeo sinteticamente afferma: «L'idea erronea che si esprime sovente dicendo che il capitale è la fonte del reddito deve respingersi, osservando che nessun capitale è la fonte del reddito se attorno ad esso non svolga un'attività di gestione, per elementare e semplice che appaia» [AMODEO, 1970, p. 204].

grandezza che esprime il movimento o la corrente o il *flusso di valori* in un arco o intervallo di tempo (quello intercorrente tra il momento iniziale e il momento finale).

4. Il **reddito** è il **risultato della gestione**: tra la gestione e il reddito c'è una relazione di causa-effetto.

In ogni caso il rapporto reddito-gestione deve essere inteso estensivamente: non dal solo processo di produzione scaturisce il reddito ma da un insieme di operazioni di gestione viste come «le cause economiche elementari che incidono sulla variazione del capitale d'impresa» [BRUNETTI, 1985, p. 20].

Le operazioni di gestione, in dottrina variamente illustrate e semplificate in utili schemi di riferimento di natura classificatoria (si veda il Capitolo 2) possono, ai fini del nostro discorso, essere distinte in due categorie: operazioni d'interna gestione ed operazioni d'esterna gestione.

Le prime sono volte all'impiego o alla trasformazione dei fattori produttivi al fine di ottenere i prodotti e/o i servizi da collocare sul mercato.

Le seconde riguardano il circuito dei finanziamenti a titolo di credito, gli investimenti di vario tipo (in fattori produttivi e in fattori patrimoniali accessori) e i conseguenti realizzzi. Si tratta quindi di operazioni che mettono, in vari modi, l'azienda in contatto con i terzi.

Alla formazione del reddito concorrono congiuntamente le operazioni d'interna ed esterna gestione.

Non debbono invece essere considerate come operazioni di gestione, e quindi vanno escluse, le variazioni dirette di capitale proprio perché non promanano dall'opera degli organi aziendali anche se indirettamente influenzano la redditività futura dell'impresa.

10.1.2. L'equazione economica

L'equazione economica esprime le condizioni necessarie affinché sia realizzato l'equilibrio economico. Trattasi di uno strumento noto in Economia Aziendale che offre la possibilità di rappresentare in maniera «formale»³ l'equilibrio economico generale e gli equilibri particolari del sistema d'azienda. Sono altresì noti i limiti insiti nella descrizione per algoritmi di un sistema dinamico, aperto e non meccanicistico quale è appunto il sistema d'azienda.

³ Per «formale» s'intende l'utilizzo del linguaggio matematico nella descrizione/modellizzazione dei fenomeni aziendali.

Il limite principale dell'equazione economica è che non riesce a spiegare il come e il perché l'equilibrio, o lo squilibrio, economico-reddituale di un'azienda si è verificato, si sta verificando, si verificherà. Tuttavia, risulta essere, quella dell'equazione, una conveniente modellizzazione dell'aspetto economico-reddituale in quanto consente di esprimere, in chiave programmatica e a consuntivo, le condizioni di equilibrio o di squilibrio.

L'equazione economica, di primo grado ad un'incognita, esprime le operazioni di gestione reddituale di un'azienda in un arco temporale da definire e si sostanzia nell'insieme delle relazioni che devono sussistere tra i valori di costo (operazioni relative all'acquisizione/utilizzazione dei fattori produttivi) e i valori di ricavo (operazioni relative alla produzione/vendita dei prodotti/servizi).

Utilizzando la simbologia già impiegata nel testo, l'equazione economica relativa ad un tempo di riferimento tipico, o medio, quale può essere un periodo amministrativo o esercizio ennesimo, è la seguente:

$$\Sigma C + r = \Sigma R$$

$$f_1 \times p_1 + f_2 \times p'_2 + \dots + f_n \times p_n + r = q_1 \times P_1 + q_2 \times P_2 + \dots + q_n \times P_n$$

$$\sum_{i=1}^n f_i \times p_i + r = \sum_{i=1}^n q_i \times P_i$$

dove:

ΣC = sommatoria dei costi;

ΣR = sommatoria dei ricavi;

r = reddito (differenza tra sommatoria di ricavi e sommatoria di costi);

$f \times p$ = (fattore produttivo) $\times$ (prezzo di costo) = Costi dei fattori produttivi *a rapido rigiro*. Si tratta di *costi di acquisizione/utilizzazione* aventi il carattere monetario (acquisti/utilizzi avvenuti nell'esercizio) o non monetario (acquisti avvenuti nell'esercizio precedente);

$f \times p'$ = (fattore produttivo) $\times$ (prezzo d'uso) = Costi dei fattori produttivi *a lento rigiro*. Si tratta di *costi di utilizzazione* a carattere non monetario (rettifiche di costi di acquisizione di fattori produttivi ad utilità pluriennale). Di fatto la terminologia contabile li definisce come quote di ammortamento, cioè «i rinnovamenti sono qualificabili economicamente come prezzo d'uso» [AMADUZZI, 1992, p. 199]. Si può, pertanto, interpretare tale concetto come un costo di utilizzo derivante dalla possibilità di acquisire anziché la proprietà del bene il solo suo uso;

$q \times P$ = (prodotto/servizio) $\times$ (prezzo di ricavo) = Ricavi dei prodotti/servizi ottenuti e venduti. Si può trattare di *ricavi di vendita* aventi il carattere monetario (vendite di prodotti e/o servizi avvenute nell'esercizio); ma anche di *ricavi di produzione*, cioè non monetari (valore della produzione realizzata e non venduta).

L'equazione economica ha una validità illimitata e può essere verificata nel breve e nel lungo periodo, tuttavia trattandosi di equilibrio economico, oltre ad essere sufficiente è anche necessario che sia dimostrabile e perseguibile nel lungo periodo, pena il mancato conseguimento della condizione, o principio, di economicità e quindi dello scopo dell'azienda al fine della sua sopravvivenza.

L'equazione economica non crea problemi quanto a risoluzione, piuttosto sono gli elementi che la compongono a determinare il grado di indeterminatezza dell'incognita. Come già illustrato nel Capitolo 9, in particolare al *sub* 9.2.3., la sommatoria dei costi e la sommatoria dei ricavi abbracciano, al loro interno, categorie parzialmente omogenee di costi e di ricavi, soprattutto in relazione alla loro soggettività, da intendersi come quantificazione dell'effettivo utilizzo dei fattori produttivi e quantificazione dell'effettiva produzione dei beni (prodotti/servizi).

Oltre a ciò, si può anche pensare di rovesciare il ruolo degli elementi dell'equazione. In questo senso f , p , q , P possono, ciascuno, diventare «l'incognita a cui si debba attribuire un valore numerico – corrispondente ad un'ipotesi – affinché l'uguaglianza sia soddisfatta» [AMADUZZI, 1992, p. 199].

Non solo il reddito r , quindi, può essere oggetto di determinazione ma, posto pari ad un valore congruo, p e P nei mercati di riferimento, si potrebbero stimare le quantità da produrre (q). Ovviamente varrebbe lo stesso ragionamento volendo calcolare i prezzi rispetto a quantità che si presume di vendere.

L'equazione economica può essere analizzata considerando la gestione aziendale nel suo complesso (*equazione economica globale*) o le sue singole parti (*equazioni economiche particolari*). Una delle scomposizioni più utilizzata della **gestione aziendale** individua le aree di seguito indicate.

Gestione caratteristica, che comprende l'insieme delle operazioni di acquisizione dei fattori produttivi (correnti e pluriennali), di produzione e di vendita direttamente rivolte al conseguimento degli obiettivi della gestione tipica dell'azienda (ad esempio, la produzione di scarpe di un'azienda calzaturiera).

Gestione extra-caratteristica, (o degli investimenti accessori), che include le operazioni che non rientrano nell'oggetto principale dell'attività aziendale (ad esempio, l'azienda calzaturiera effettua investimenti in immobili definiti «civili» perché non utilizzati per svolgere la produzione/vendita di scarpe o prodotti collegati. Nell'uso della gestione caratteristica è compreso anche quello di uffici (immobili) commerciali ed amministrativi; quindi, definirli «civili» sta a significare che sono destinati, ad esempio, alla locazione a terzi).

Gestione finanziaria, che attiene ai processi di acquisizione/rimborso dei finanziamenti e di gestione della liquidità.

Gestione straordinaria, che comprende le operazioni legate ad eventi casuali o occasionali rispetto al normale svolgimento della gestione aziendale (ad es. furti, incendi, dismissioni di immobilizzazioni a seguito di ristrutturazioni, ecc.).

Gestione tributaria, legata alle operazioni rivolte alla determinazione delle imposte sul reddito di periodo.

Impostando un'*equazione economica relativa alle sole operazioni di gestione caratteristica (equazione economica parziale)* la sommatoria dei costi riguarda tutti i *costi d'utilizzazione* dei fattori produttivi strutturali e di consumo:

costi della produzione caratteristica:

- costi dei fattori correnti esterni;
- costi del fattore produttivo lavoro;
- costi dei fattori pluriennali

e la sommatoria dei ricavi riguarda i *ricavi di ottenimento* di prodotti e/o servizi:

ricavi della produzione caratteristica.

La differenza tra i ricavi della produzione realizzata (produzione caratteristica) ed i correlativi costi dei fattori correnti esterni (acquisiti da fornitori «esterni») esprime il *valore aggiunto operativo* (della produzione caratteristica).

La differenza tra il valore aggiunto operativo ed i costi del fattore lavoro esprime il *marginale operativo lordo (MOL)*.

La differenza tra i ricavi della produzione caratteristica e i costi della produzione caratteristica (costi dei fattori correnti esterni, costi del fattore lavoro e costi dei fattori pluriennali) esprime il *marginale operativo netto o reddito operativo caratteristico*.

Considerando l'intera gestione, l'*equazione economica* rappresenterà l'*equilibrio economico generale (equazione economica globale)*. In tal senso la sommatoria dei costi riguarda:

- costi della produzione caratteristica;
- costi per finanziamenti attinti;
- costi per investimenti accessori (eventuali);
- costi straordinari (eventuali);
- costi per imposte sul reddito

e la sommatoria dei ricavi riguarda:

- ricavi della produzione caratteristica;
- ricavi da investimenti accessori (eventuali);
- ricavi straordinari (eventuali).

Il risultato economico dell'intera gestione, come differenza tra tutti i ricavi e tutti i costi, è dato da $r = \Sigma R - \Sigma C$ e può assumere tre configurazioni:

$$\begin{array}{ll} r < 0 \text{ (perdita)} & R < C \\ r = 0 \text{ (pareggio)} & R = C \\ r > 0 \text{ (utile)} & R > C \end{array}$$

L'equilibrio economico, che si ottiene quando i ricavi sono remunerativi di tutti i costi, presenta un utile che soddisfa le esigenze di «profitto» del soggetto economico («il compenso proporzionale ai risultati raggiunti» [GIANNESI, 1979, p. 11]) a patto che altri costi, oltre quelli per fattori «esplicitamente» onerosi, siano coperti (remunerati) dai ricavi conseguiti. In altri termini, per realizzare le condizioni minime di equilibrio economico, è necessario ottenere la remunerazione anche dei fattori che non generano costi espliciti e precisamente:

1. la remunerazione per aver distolto beni dandoli in uso gratuito ovvero il costo non sostenuto per l'utilizzo di fattori produttivi ricevuti in uso gratuito;
2. la remunerazione del lavoro imprenditoriale;
3. la remunerazione del capitale proprio.

Si tratta di costi non «esplicitamente» onerosi ed anche non finanziariamente sostenuti che, nella terminologia economico aziendale tradizionale, si definiscono *oneri figurativi*: sono «relativi a rinunce che il soggetto economico compie svolgendo l'attività d'impresa» [GIUNTA, 1996, p. 338].

Solo soddisfacendo tale condizione l'equilibrio economico assume veste di equilibrio economico «oggettivo» e l'equazione può essere:

$$\Sigma C \text{ (Costi effettivi + Costi figurativi)} = \Sigma R$$

La casistica di cui al *sub* 1.⁴ mostra la rinuncia al rendimento che l'azienda otterrebbe da beni dati a terzi gratuitamente, quali possono essere, ad esempio: terreni distolti dal loro uso naturale (beneficio fondiario), locali o altri mezzi di proprietà personale (fitti attivi). L'uso, in azienda, di beni non di proprietà della stessa può essere considerato un

⁴ Le ipotesi di cessione/ottenimento di beni strumentali in comodato d'uso gratuito non sono frequenti e quindi tali categorie di oneri figurativi sono eventuali.

“costo opportunità” (che è un altro modo di esprimere il concetto di onere figurativo) nel senso che il soggetto economico usufruisce di fattori produttivi per i quali non sostiene alcun costo esplicito; ad esempio, beni strumentali che se acquistati avrebbero determinato il calcolo del costo di utilizzo (quota di ammortamento) ovvero che se affittati avrebbero determinato il pagamento di un fitto passivo.

Il soggetto economico non solo inserisce nell’attività imprenditoriale il capitale proprio ma, spesso, anche il suo lavoro d’imprenditore (casistica di cui al *sub 2*), impiegando capacità e tempo che potrebbero essere destinati ad un’altra attività lavorativa. Anche in questo caso il “costo opportunità” è rappresentato dalla rinuncia ad una retribuzione che, quindi, dovrà essere “coperta” dai ricavi di gestione ⁵.

La remunerazione del capitale proprio (casistica di cui al *sub 3*) vuol significare che i ricavi della gestione debbono poter coprire anche un’opportunità, quella che sarebbe comunque derivata ai portatori di quel capitale da investimenti alternativi ⁶ dei loro mezzi monetari.

La maggior parte dei suddetti investimenti alternativi presenta, rispetto «all’investimento in un’attività aziendale», un rischio minore, se non addirittura nullo. Il *rischio* di cui si parla è quello di non ottenere alcun rendimento nei casi in cui la gestione dell’impresa produca perdite a cui consegue anche un’erosione del capitale investito. Vi è, quindi, da parte del soggetto economico, una rinuncia ad un guadagno sicuro (senza rischio) rispetto ad un risultato incerto e, anche tale rinuncia, deve essere compensata.

In conclusione, la remunerazione del capitale proprio è composta da due aliquote: il *saggio di remunerazione degli investimenti senza rischio* e il *saggio di intensità del rischio* d’azienda.

Dopo aver ricompreso nell’equazione le categorie dei costi figurativi appena illustrate, se emerge un’ulteriore differenza positiva, il *reddito* o *profitto* che ne consegue viene, più propriamente, definito *sovra reddito*, o *extra profitto*, o *sovra profitto*.

Nella realtà aziendale, viene spesso definito anche profitto minimo di equilibrio, si tratta della quota attesa dall’imprenditore dopo aver remunerato *tutti* i fattori produttivi, compresi quelli figurativi. Rispetto all’equi-

⁵ La remunerazione del lavoro imprenditoriale (del proprietario e dei suoi familiari o dei soci) va considerata come onere figurativo solo se non è stata già compresa tra i costi effettivamente sostenuti (nella forma di compenso per amministratori o di prestatori di lavoro).

⁶ Gli esempi di investimenti alternativi rispetto all’attività d’impresa potrebbero essere molti. Quelli più facilmente e ricorrentemente ipotizzabili sono gli investimenti in titoli di credito (investimenti finanziari pubblici e/o privati) o in attività immobiliari.

librio economico precedente, «oggettivo», si può, in questo caso, definire l'equilibrio economico di tipo «soggettivo»:

$$\Sigma (\text{Costi effettivi} + \text{Costi figurativi}) + r' = \Sigma R$$

La soggettività è legata alla quota che l'imprenditore attende o si pone come obiettivo (r') e la cui congruità esula da considerazioni economico-tecniche.

In definitiva si può affermare che, sebbene formalmente in equilibrio, l'equazione economica non può esprimerne la condizione se i ricavi ugualiano i costi, a meno che in questi ultimi si siano già considerati i "costi opportunità", mentre sicuramente si è in presenza di condizioni di equilibrio se i ricavi superano i costi, a patto che i costi opportunità siano stati considerati o che la differenza positiva riesca a coprirli.

L'equazione economica che formalizza l'omonimo equilibrio, può essere definita anche come l'equazione del reddito.

Nel breve termine, se si sceglie come periodo di riferimento l'esercizio (il periodo amministrativo che coincide con l'anno solare) che si è manifestato, l'equazione economica è, *ex-post*, l'*equazione di bilancio*, cioè quella mediante la quale si calcola il reddito di esercizio e conseguentemente si può determinare il capitale di funzionamento.

L'equazione di bilancio d'esercizio contiene solo i costi effettivi e non quelli figurativi. Quindi, la differenza tra ricavi e costi rappresenta un reddito (r) che, se positivo, è l'*utile di esercizio* e la condizione di equilibrio non potrà essere $r = 0$ ($R = C$) ma solo $r > 0$ e in misura tale da riuscire a coprire gli oneri figurativi.

Lo scopo della determinazione del reddito è implicitamente contenuto nella sua definizione (si veda *sub* 10.1.): reddito come «variazione» che, in un dato periodo di tempo, il capitale subisce per effetto della gestione. In altri termini, la gestione con le sue operazioni, effettuate con un capitale dato, produce il reddito il quale, in veste di risultato, è anche indice di valutazione economica qualitativa e quantitativa dell'operato del management.

La capacità del reddito come indicatore di efficacia e di efficienza (si veda *infra* 10.2.4.) deve essere accolta in senso relativo e quindi esso va inquadrato nell'ambito del bilancio e, in generale, facendo riferimento alla gestione, non solo presente: opportuni sono i collegamenti con i redditi degli esercizi precedenti (analisi temporale) e, se possibile, anche i confronti con quelli di aziende appartenenti allo stesso settore (analisi spaziale).

10.1.3. L'equilibrio tra ricavi e costi: le leve economiche

Le variabili dell'equazione economica, nonché i componenti elementari del reddito, sono i costi e i ricavi.

Come si è scritto nei Capitoli 2, 8 e 9, definire i costi e i ricavi non è semplice: non esiste una sola specie di costo ma ve ne sono tante in relazione ai molteplici problemi economici che nella realtà si presentano.

In questo paragrafo si fa riferimento alla nozione di *costo di produzione* ed a quella, collegata, di *costo di utilizzazione* dei fattori produttivi in un ambito di analisi che è quello della logica d'analisi reddituale che riconduce i costi di utilizzazione (soggettivi) ai costi di acquisto (oggettivi).

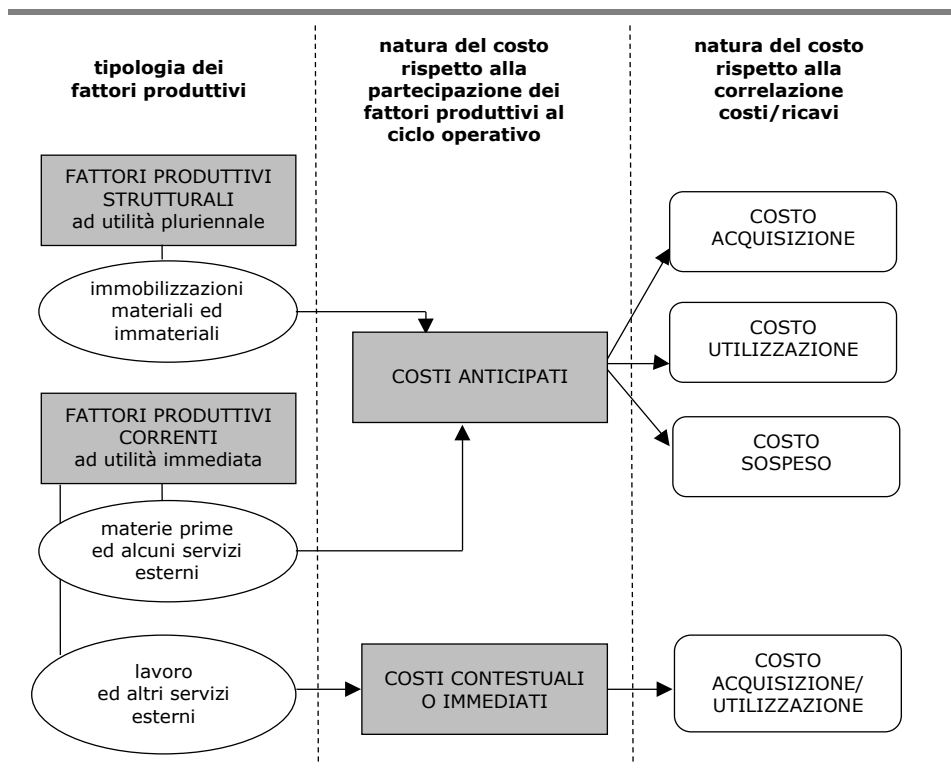
La differenza fondamentale è che i *costi di acquisizione* sono di norma misurati da valori numerari, mentre i *costi d'utilizzazione* non possono essere misurati da nessuna variazione numeraria in quanto hanno ragione d'essere solo in base al consumo (tranne nel caso in cui acquisto ed utilizzo siano contestuali).

1. Il *costo d'acquisizione* dei fattori che generano costi anticipati (quelli sostenuti per ottenere la disponibilità del fattore produttivo in anticipo rispetto allo svolgimento del processo produttivo) può essere scomposto e visto come somma di due costi:

- il *costo di utilizzazione*: valore assegnabile a quella parte del fattore produttivo che è stata utilizzata per formare il prodotto;
- il *costo sospeso*: valore assegnabile alla parte del fattore produttivo non ancora utilizzata e quindi disponibile per gli atti produttivi futuri.

2. Il *costo d'acquisizione* dei fattori che generano costi contestuali o immediati coincide con quello di utilizzazione. Si parla appunto di *costo di acquisizione/utilizzazione* con riferimento ai fattori produttivi che vengono immessi direttamente in produzione; il costo corrispondente prende la configurazione di costo contestuale, cioè temporalmente parallelo rispetto all'utilizzo dei fattori che solo in alcuni casi «costano in quanto sono utilizzati», in altri costano indipendentemente dall'utilizzo. Al primo tipo appartengono alcuni servizi esterni, al secondo i servizi di lavoro.

Relativamente all'intero costo della produzione si può dunque sostenere che esso deriva dalla somma dei costi d'utilizzazione di tutti i diversi fattori della produzione impiegati (*anticipati* e *immediati*). Di seguito uno schema che pone a confronto la tipologia dei fattori produttivi, il costo che sorge e partecipa al ciclo operativo e, infine, la natura del costo rispetto alla correlazione costi/ricavi.



Le considerazioni appena esposte per i costi possono essere opportunamente riformulate per i ricavi. In questo caso le due accezioni riguardano i *ricavi di vendita* (o, meglio, i *ricavi di cessione*), da un lato, i *ricavi di produzione*, dall'altro.

I *ricavi di cessione* derivano dalla vendita e dalle altre operazioni di gestione esterna con misurazione «finanziaria», cioè contrapposte, normalmente, a flussi monetari in entrata o crediti di regolamento.

I *ricavi di produzione* sono invece costituiti dal valore dei prodotti ottenuti, siano essi finiti (completati) o in corso di formazione; si tratta in pratica di tutti i beni e i servizi che hanno accresciuto la ricchezza dell'economia complessiva dell'azienda.

Anche in questo caso l'osservazione della gestione esclude quella delle operazioni interne: dal processo economico-tecnico scaturiscono i prodotti finiti e quelli in corso di lavorazione, il ricavo di produzione è già presente senza che si sia verificata la vendita (operazione di gestione esterna).

La differenza, si ripete, tra *ricavo di vendita* e *ricavo di produzione* risiede nella presenza o meno dello scambio. Il ricavo di vendita è misurato da una variazione finanziaria e tiene conto solamente della cessione a terzi di beni o

servizi prodotti e non necessariamente nel periodo di tempo considerato (possono essere stati venduti prodotti in rimanenza all'inizio dell'esercizio, cioè provenienti dalla passata produzione, e/o non tutti i beni e i servizi della produzione conclusa), invece i ricavi di produzione sono quelli che si sono formati, nel periodo considerato, indipendentemente dalla vendita.

	Ricavi di vendita
+/-	Variazioni delle rimanenze di prodotti
+	Prodotti assegnati al personale, ai soci, autoconsumi
+	Produzioni interne capitalizzate (cioè portate ad incremento del valore dei fattori pluriennali)
=	PRODUZIONE OTTENUTA

Necessario è comunque il collegamento tra le due nozioni di ricavo e siccome si procede avendo già fatto la scelta di anteporre l'importanza dei componenti del reddito di tipo «finanziario» rispetto agli altri ne consegue che, dati i ricavi di vendita, nel calcolo del reddito d'esercizio, i *ricavi di produzione (valore della produzione ottenuta o della produzione ottenibile nella visione prospettica)* devono tener conto delle rimanenze di prodotti, di ciò che è uscito dal magazzino/azienda senza controprestazione monetaria e di ciò che si produce di diverso rispetto alla produzione caratteristica.

La variazione di tutte le categorie di rimanenze di magazzino è la differenza tra rimanenze finali e rimanenze iniziali: può assumere segno positivo se c'è stato un incremento e segno negativo se c'è stato un decremento. Nell'ambito del valore della produzione il magazzino da considerare è quello dei prodotti finiti, semilavorati, prodotti in corso di lavorazione.

I prodotti assegnati al personale, ai soci e gli autoconsumi, in quanto regolarmente fatturati al loro valore normale, sono in genere assimilati ai ricavi di vendita (come illustrato al *sub* 2.4.7. tale assimilazione è il motivo che ha ampliato la tipologia descrittiva da «vendita» a «cessione»).

Le produzioni interne capitalizzate sono assimilabili, dal punto di vista economico, alle variazioni delle rimanenze di prodotti. In entrambi i casi si hanno «produzioni realizzate e non vendute nel periodo», dunque da correlare ai ricavi futuri. Nel caso specifico, mai i fattori produttivi pluriennali saranno destinati alla vendita.

Applicazione

Situazione patrimoniale al 1/1/n (dati di stock):

Investimenti

Denaro in cassa e banca	54
Crediti verso clienti	276
Rimanenze di materie	40
Rimanenze di prodotti finiti	76

Macchinario	450
Finanziamenti	
Debiti verso fornitori	170
Debiti verso dipendenti per TFR	20
Debiti di finanziamento	400
Capitale di apporto	200
Utili dei periodi precedenti	106
Totale investimenti = Totale finanziamenti	896

Si suppongano, inoltre, i seguenti valori di flusso legati alle operazioni di gestione esterna ed interna realizzate nel periodo n :

1. Ricavi di vendita in contanti per un valore complessivo di 1080;
2. Variazione delle rimanenze di prodotti per 84 (nessuna variazione delle rimanenze di materie);
3. Acquisti di fattori correnti esterni in contanti (tutti utilizzati nel processo produttivo) per un valore complessivo di 714;
4. Costi sostenuti per il fattore lavoro pari a 310 unità di valore (di cui 10 per TFR);
5. Ammortamento del macchinario per 50;
6. Oneri finanziari pagati sul mutuo per 30 (tutti di competenza del periodo);
7. Distribuzione di utili per 66.

Utilizzando i dati dell'Applicazione numerica, si ottiene il prospetto di rappresentazione del reddito di periodo di seguito riportato.

I costi di utilizzazione dei fattori che generano costi anticipati derivano dalla seguente sommatoria: i costi dei fattori produttivi non utilizzati nel periodo $n - 1$; più i costi dei fattori acquisiti nel periodo n ; meno i costi dei fattori produttivi non utilizzati, sempre nell'anno n . I ricavi di produzione di beni esprimono sia i ricavi delle vendite del periodo n che la variazione delle rimanenze di prodotti, rappresentata dal valore dei beni non venduti, sempre nell'anno n , meno il valore dei beni non venduti nel periodo $n - 1$.

Tavola del reddito del periodo n «a costi e ricavi della produzione» a sezioni divise e contrapposte

Costi di utilizzazione		Ricavi di produzione	
<i>Costi di utilizzazione dei fattori produttivi</i>		<i>Valore della produzione realizzata</i>	
Costi dei fattori correnti esterni (materie/servizi)	714	Ricavi di vendita	1.080
Costi del fattore lavoro	310	Variazione rimanenze prodotti	84
Costi dei fattori pluriennali (quota ammortamento)	50		
Costi del fattore denaro (oneri finanziari)	30		
Totale	1.104	Totale	1.164
Reddito netto (utile d'esercizio)	60		

Una più efficace rappresentazione del reddito è possibile con l'utilizzo della forma scalare del conto economico, ciò al fine di evidenziare la formazione progressiva del reddito netto ed i connessi risultati intermedi. Questi ultimi sono collegati alla ripartizione della gestione, come sopra indicato, in caratteristica, extra-caratteristica, finanziaria, straordinaria, tributaria.

Tavola del reddito del periodo n «a costi e ricavi della produzione» in forma scalare

Ricavi di vendita	1.080
<i>più</i> Variazione rimanenze prodotti	84
Valore della produzione (caratteristica)	1.164
<i>meno</i> Costo dei fattori correnti esterni (materie/servizi)	- 714
Valore aggiunto operativo	450
<i>meno</i> Costo del fattore lavoro	- 310
Margine operativo lordo (MOL)	140
<i>meno</i> Costo dei fattori pluriennali (quota ammortamento)	- 50
Reddito operativo (caratteristico)	90
<i>meno</i> Costo del fattore denaro (oneri finanziari)	- 30
Reddito netto	60

In particolare, la gestione caratteristica, dovendo evidenziare i ricavi di produzione, inizia con la categoria del *Valore della produzione ottenuta* (che ha già tenuto conto della variazione delle rimanenze dei prodotti intervenuta nell'anno) alla quale si sottraggono, nel panorama complessivo dei costi di utilizzo dei fattori produttivi, solo quelli ad utilizzo immediato (materie e servizi) che sono stati acquistati all'esterno; quello che si ottiene è il primo risultato intermedio: il *Valore aggiunto*, un reddito con una connotazione particolare perché il termine evoca la formazione non per differenza (come invece viene calcolato) piuttosto per somma: la ricchezza in più prodotta dall'azienda rispetto agli altri soggetti che hanno, con i loro beni e servizi, già creato ricchezza. I soggetti interni – i lavoratori dipendenti – contribuiscono alla formazione del Valore aggiunto ed il costo del lavoro sottratto da esso determina il *Margine operativo lordo*, vale a dire quanto disponibile per coprire i costi strutturali cioè il contributo dato dalle risorse tecniche interne alla formazione della produzione aziendale. Il *Reddito operativo* è da intendersi come margine operativo netto in quanto viene ottenuto dal margine operativo lordo sottraendo l'ammortamento dei fattori pluriennali. È inoltre da considerarsi come

reddito operativo caratteristico in quanto considera solo la gestione caratteristica⁷. Il *Reddito netto* è ottenuto dal Reddito operativo scalando solo gli oneri finanziari data la semplicità dell'Applicazione. In realtà, dovrebbero essere considerati, se presenti, anche i componenti straordinari (ricavi e/o costi) e le imposte sul reddito.

Sin qui l'analisi degli elementi componenti il reddito ovvero dell'equilibrio economico. Elementi in forma aggregata, quali sono i costi ed i ricavi.

Le leve da manovrare affinché si possa affermare di essere in presenza di un risultato economico congruo e in linea con le aspettative del soggetto economico sono però quattro: **f** le dosi dei fattori produttivi (da acquistare/utilizzare; acquistati/utilizzati); **p** i prezzi d'acquisto; **q** le quantità dei prodotti (da ottenere/vendere; ottenuti/venduti); **P** i prezzi di vendita.

Solo per semplicità e necessità di approfondimenti analitici le suddette variabili possono essere studiate separatamente. Mai si deve dimenticare che sono variabili interconnesse e quindi la proposta di qualsiasi manovra che interessi anche solo una di esse risulta sempre molto delicata perché devono essere considerate le molteplici circostanze interne d'azienda ed esterne d'ambiente capaci di vanificare e/o ridurre l'effetto previsto.

In particolare, si può verificare il fenomeno che per sinteticità terminologica è stato definito «Kreislauf» tra costi e prezzi [GIANNESI, 1982]. Il termine non ha il corrispondente nella nostra lingua e sta ad indicare una corsa in un circuito dove non c'è soluzione d'uscita (o il famoso cane che si mangia la coda).

In altri termini, per quantificare i costi è necessario conoscere l'entità del volume di produzione che, a sua volta, dipende dagli andamenti dei consumi e dei prezzi che, a loro volta, dipendono da fattori esterni ma anche, internamente, da come sono stati rilevati e calcolati i costi.

Si riprenderà più avanti il suddetto problema delle interdipendenze tra costi e prezzi, al momento si analizzano separatamente le diverse variabili economiche.

Prezzi di vendita (P)

I prezzi dipendono ovviamente dal settore e dal mercato all'interno dei quali l'impresa svolge la sua attività caratteristica.

La microeconomia insegna che una delle quattro condizioni caratteriz-

⁷ In presenza di gestioni accessorie, si parla di Reddito operativo globale per indicare il Reddito operativo che deriva da quello caratteristico con l'aggiunta dei proventi relativi agli investimenti accessori (al netto dei costi relativi). I corrispondenti valori patrimoniali di investimento (valori di stock) sono indicati come capitale investito caratteristico, se vengono considerati solo i valori di investimento caratteristico, e capitale investito globale, se vengono inclusi anche i valori patrimoniali degli investimenti accessori.

zanti la teoria della *concorrenza perfetta* riguarda il prezzo di mercato (o le pari condizioni contrattuali) che deve essere assunto dalle imprese come un dato. Più precisamente questo vuol dire che ogni impresa crede di non poter influenzare il prezzo di mercato facendo variare la propria produzione sia in termini quantitativi (aumentando i volumi) che qualitativi (modificando il prodotto che è assunto come omogeneo) perché il mercato è servito da una moltitudine di imprese, ognuna delle quali produce una frazione irrilevante dell'output totale del settore e/o ritiene di non poter arginare l'entrata di concorrenti aventi le stesse caratteristiche.

Considerato che il modello della concorrenza perfetta è astratto, relativamente all'ipotesi semplificatrice riguardante il prezzo, si può affermare che nella *concorrenza monopolistica (o imperfetta)*⁸ e nell'*oligopolio differenziato*⁹, il prezzo può subire variazioni e quindi può essere considerato come una leva (price maker come spiegato al *sub* 4.2.4.) per aumentare i componenti positivi di reddito (ricavi), a patto che non ci siano precisi impedimenti legati a mercati protetti dove lo Stato interviene per il contenimento dei prezzi o dove non vi è possibilità di aumentare un prezzo di fatto fissato dal concorrente più forte. Il prezzo di vendita serve quindi per stabilire il livello dei ricavi tenuto conto delle quantità che si vogliono e possono vendere. Infine, ci possono essere casi in cui i prezzi possono servire a decidere della convenienza a vendere o non vendere, aumentare o meno la produzione, continuare o smettere l'attività economica di produzione di un preciso bene e/o servizio.

Volume di produzione/vendita (q)

Le quantità, come i prezzi, dipendono dal settore e dal mercato all'interno dei quali l'azienda svolge la sua attività caratteristica.

Si è accennato a come, in un'ipotetica *concorrenza perfetta*, nessuna azienda avrebbe convenienza ad aumentare i volumi o a differenziare il prodotto che, con ipotesi semplificatrice, è ritenuto omogeneo.

Nella realtà, ragionando in termini quantitativi, stabilire il volume di produzione è momento decisionale di fondo (una macro-decisione, una scelta strategica come indicato al Capitolo 11).

Sicuramente la determinazione delle quantità di beni o servizi da produrre è condizionata dalla capacità produttiva, a sua volta dipendente dalle dimensioni aziendali (per certi versi vincolate rispetto al tipo di atti-

⁸ Il regime di mercato si può definire *concorrenza imperfetta* o *monopolistica* se l'offerta è polverizzata in una moltitudine di venditori e la domanda è polverizzata in una moltitudine di acquirenti, ma i prodotti offerti sono differenziati, con imperfetta sostituibilità tra gli stessi.

⁹ Il regime di mercato si può definire *oligopolio differenziato* se l'offerta è concentrata in pochi venditori e la domanda è polverizzata in una moltitudine di acquirenti.

vità prescelto: la dimensione di un'azienda siderurgica piccola è sempre una dimensione grande per un'azienda calzaturiera) altresì legate al sub sistema degli impianti e delle utilità pluriennali (si veda 7.2.2.).

Sicuramente la determinazione delle quantità di beni o servizi da produrre e vendere dipende dall'aver individuato la quota di mercato che l'azienda è in grado di conquistare, espandere e mantenere.

È la migliore combinazione tra i due aspetti (interno/esterno) che consente di operare una scelta soddisfacente. L'elaborazione delle informazioni, ammesso che esistano già individuate, raccolte e selezionate, non è però semplice. Un aiuto è dato, come è stato spiegato, dall'*analisi del punto di pareggio* (si veda 8.5.3.) che, pur con i suoi limiti, fornisce una strumentazione in grado di organizzare i costi fissi/variabili che l'azienda dovrebbe sostenere per avere quantitativi di produzione che garantiscano livelli di redditività accettabili. Sul fronte esterno, l'individuazione della quota di mercato copribile può essere, in via semplificata e nei casi in cui è possibile, il semplice ammontare degli ordinativi dei clienti vecchi e nuovi; in via più sofisticata l'azienda si può servire di apposite indagini che, con strumentazioni statistiche legate alle teorie di marketing, consentono di avere un quadro di riferimento (quantitativo e qualitativo) più ampio e completo.

Ad ogni buon conto se il volume di produzione non è un vincolo, esso dipende dall'andamento dei prezzi (d'acquisto e di vendita) e dalle rilevazioni dei costi (come sono classificati e imputati al prodotto).

Prezzi di acquisto (p)

Anche i prezzi d'acquisto dipendono dal settore e dal mercato, ovviamente quelli all'interno dei quali l'impresa si approvvigiona, che possono essere tanti e dalle caratteristiche differenziate.

Se il mercato non è sottoposto a particolari tutele, se i prezzi non sono fissati in maniera esogena, l'azienda ha possibilità di scelta del miglior prezzo a parità di condizioni/qualità del fattore di cui deve approvvigionarsi.

Nasce quindi la necessità di instaurare un rapporto ben preciso con la categoria dei fornitori, i quali possono assumere diversi livelli di potere contrattuale a seconda del tipo di mercato in cui si trovano ad operare (si veda il Capitolo 5).

Anche in questo caso è bene tenere sotto controllo le mosse della concorrenza: se il grado di concentrazione delle aziende fornitrici è maggiore rispetto a quello delle imprese del settore o settori a cui si rivolgono; se i beni/servizi che i fornitori offrono sono esclusivi o differenziati, tali cioè da creare rilevanti «costi di spostamento» per le imprese clienti; ancor più se i fornitori non debbono competere con altri beni/servizi alternativi; se sono potenzialmente in grado di operare una «integrazione a valle» della

propria attività; se non vedono nell'azienda-cliente, o più estensivamente nel settore, un cliente importante per la loro economia.

Si potrebbe concludere sostenendo che il prezzo d'acquisto, nei casi in cui è possibile contrattarlo, risulta un indice, una guida per formulare giudizi di convenienza ad acquistare o meno, ad avere un rapporto con un fornitore piuttosto che con un altro. Il prezzo di acquisto serve quindi per stabilire il livello dei costi tenuto conto delle quantità che si vogliono e possono acquisire e inviare in produzione.

Volumi d'acquisto (f)

Le quantità dei fattori produttivi, come i prezzi, dipendono dal potere contrattuale dei fornitori. In questo ambito ancor più incisivi sono i problemi di quantità, qualità e modalità di consegne.

Le problematiche relative ai fattori di produzione non sono però solo di tipo «esterno», anzi, anche in questo caso occorre individuare il miglior *trade-off* tra l'approvvigionamento e la dinamica di produzione. È il modulo di combinazione produttiva che impone a ciascun fattore produttivo, soprattutto in combinazione, il miglior rapporto *input/output* (l'efficienza produttiva di cui si dirà al 10.2.4.) tra minimo mezzo e massimo risultato con l'aggiunta che ciò non deve andare a scapito della qualità.

Accanto alle problematiche indicate si possono aggiungere quelle legate alla variabilità nel tempo delle ipotesi e delle concrete realizzazioni di acquisti/impieghi. Di solito ciò può dipendere:

1. da un aumento della produzione per una rapida affermazione dei prodotti sul mercato grazie a modificazioni (naturali o indotte) delle condizioni ambientali, per un aumento favorevole dei prezzi di vendita, per eventi straordinari;
2. da una diminuzione della produzione per condizioni analoghe e contrarie a quelle appena indicate;
3. da cambiamenti nella combinazione produttiva per innovazioni di processo e/o di prodotto o per far fronte alle necessità di cui ai punti precedenti;
4. dai diversi rendimenti dei fattori produttivi che impongono di dover reimpostare il modulo di combinazione produttiva e le modalità di approvvigionamento.

10.1.4. I caratteri dell'equilibrio economico: dinamico, durevole e probabilistico

Descrivere e prescrivere quali debbano essere i caratteri dell'equilibrio economico aziendale impone una parallela riflessione e un richiamo ai caratteri che assume il sistema d'azienda. Infatti, l'equilibrio economico gene-

rale esprime quantitativamente la dinamica della gestione aziendale e, a nostro parere, è la risposta alla domanda di quale debba essere il fine dell'azienda (si veda 1.3.3.).

Ragionare sull'equilibrio economico aziendale comporta, dunque, un riferimento alle finalità delle aziende o forse, al contrario, l'interrogativo su quale sia la ragione dell'esistenza delle aziende conduce ad analizzare il principio di economicità e gli equilibri particolari e generale che lo esprimono.

Al momento, ci sembra si possano estendere alcuni caratteri del sistema d'azienda all'equilibrio economico. Il sistema d'azienda è *dinamico*, tratto fondamentale di tutti i sistemi in continua evoluzione, per un'azienda significa che la sua funzionalità e vitalità è individuabile nella tendenza a perseguire equilibri successivi. Va da sé, dunque, che se il sistema d'azienda si basa su di un processo di omeostasi, cioè di una capacità a mantenere condizioni di «equilibrio dinamico», l'equilibrio economico può venire meno ma la tendenza è, e dovrebbe essere, quella del suo ripristino verso stadi di equilibri successivi, conservativi e/o migliorativi rispetto ai precedenti.

In tal senso, si chiarisce quanto sopra espresso circa la possibilità che l'equazione economica possa non essere soddisfatta nel breve termine. Il dinamismo dunque inteso come attitudine delle operazioni aziendali a subire continue modifiche nello spazio e nel tempo.

Proprio rispetto al tempo a cui riferire l'equilibrio economico è logica conseguenza che debba essere *durevole*. Tra le condizioni di esistenza dell'azienda vi è la durata, cioè la continuità temporale dell'azienda, ciò risulterà possibile a condizione che l'equilibrio economico possa «valere nel tempo» anche se i modi per conseguirlo possono essere diversi a seconda della tipologia dei processi produttivi.

A tal proposito, è più che comprensibile come aziende di produzione di beni di largo consumo con cicli produttivi brevi, dovranno dare dimostrazione del proprio equilibrio economico nel lungo termine attraverso una successione continua di equilibri tra ricavi e costi, quasi di esercizio in esercizio. Viceversa, se l'azienda di produzione opera su commessa e, specie se la trasformazione economico-tecnica si dispiega su un tempo lungo, l'equilibrio economico verrà accertato prendendo in considerazione la successione di equilibri tra ricavi e costi per le diverse commesse pluriennali in svolgimento.

L'equilibrio economico non è solo da considerare *ex-post*, il sistema d'azienda in quanto aperto e probabilistico configura una funzionalità sottoposta a incertezze e rischi. Di fatto, la gestione aziendale è probabilistica e l'equazione economica che la rappresenta può essere impostata in termini preventivi/programmatori e, quindi, tenendo conto dei condizionamenti esterni e dei vincoli che le gestioni trascorse impongono a quelle future.

In altri termini, nelle diverse fasi della vita aziendale (pre-aziendale, istituzionale, gestionale) l'impostazione in termini probabilistici (*ex-ante*) dell'equazione economica risulta fondamentale: per tenere conto degli andamenti futuri; per fissare gli obiettivi generali e particolari; per individuare i rischi, generali e particolari, che minacciano il perseguimento degli obiettivi.

In conclusione, ribadendo i caratteri *dinamico*, *durevole* ed anche *probabilistico* dell'equilibrio economico-aziendale, ci sentiamo di affermare che esso è il fine principale a cui tutte le aziende debbono tendere. Privilegiando, da economisti aziendali, l'osservazione dell'azienda dal suo interno, si ravvisa nella struttura proprietaria che governa, la volontà di massimizzare nel lungo periodo la capacità di produrre redditi o meglio, astraendo per un momento e considerando l'azienda come entità oggettiva staccata dal soggetto economico, la condizione della sua esistenza dipende dal perseguimento e mantenimento dell'equilibrio economico «a valere nel tempo». Si ritiene altresì che fine inscindibile e interdipendente, sebbene subordinato al primo, sia quello di rispondere alle esigenze della clientela ancora insoddisfatta (soddisfazione dei bisogni espressi dal mercato) che deriva dall'idea imprenditiva iniziale, o successiva, che caratterizza ciascuna azienda.

10.1.5. Le condizioni di economicità, efficacia, efficienza

Il conseguimento dell'equilibrio economico a valere nel tempo passa attraverso il simultaneo raggiungimento di condizioni di economicità, di efficacia ed efficienza a livello globale di azienda e nelle varie parti in cui essa è scomponibile.

In questo paragrafo queste tre condizioni sono analizzate distintamente nell'ottica di comprenderne il significato e la valenza assunta rispetto al funzionamento del sistema d'azienda ed i legami che li caratterizzano, sebbene siano condizioni interrelate.

Condizione di economicità. Negli studi economico aziendali con il termine economicità si identifica il criterio che dovrebbe ispirare tutte le scelte dei soggetti che operano nelle aziende, orientandole verso il conseguimento del fine istituzionale [FRANCESCHI, 2008, p. 63].

Tale criterio dovrebbe ispirare tutte le decisioni e le operazioni che si compiono ai vari livelli organizzativi e nelle diverse aree funzionali in cui si articola la combinazione produttiva, in modo da creare una costante tensione verso il conseguimento, la conservazione e il rafforzamento delle condizioni di efficacia ed efficienza.

In questa accezione l'economicità si ricollega al sistema delle decisioni ed al connesso sistema delle operazioni e ne identifica il criterio-guida a

cui dovrebbero uniformarsi le scelte dei soggetti aziendali.

Il concetto di economicità che si intende qui proporre non coincide con quanto proposto in altri ambiti disciplinari.

In Economia Politica, nel filone classico della teorica pura (mercato/concorrenza perfetta), condizione di economicità significa applicazione del principio del «minimo mezzo» (massimizzazione della quantità dei prodotti ottenuti a parità di fattori produttivi impiegati, ovvero minimizzazione dei fattori produttivi impiegati a parità di prodotti ottenuti).

Anche le teorie successive e quelle più recenti tendono, pur nella rimozione delle ipotesi semplificatrici, a costruire modelli deterministici per la spiegazione delle condizioni di equilibrio.

Quindi, se le elaborazioni microeconomiche danno soluzioni certe e tendenti all'ottimizzazione, per quanto riguarda il principio di economicità in chiave economico-aziendale la soluzione è quella di valutare le diverse leve da utilizzare nella definizione dei costi e dei ricavi per paventare un ventaglio di soluzioni diversamente soddisfacenti.

«La complessità della gestione che si svolge da un lato tra decisioni ed operazioni, parallele, concomitanti ed interagenti, dall'altro tra aspetti qualitativi, quantitativi e temporali di un medesimo problema, rende inadeguato un simile criterio [quello della razionalità economica dell'impiego del minimo mezzo] in economia aziendale» [FRANCESCHI, 1995, p. 72].

È quindi preferibile impostare l'applicazione del criterio d'economicità basato sulla razionalità limitata, che tenga cioè conto delle diverse alternative che, di volta in volta, alla luce degli aspetti e dei parametri più significativi, vengano ritenute soddisfacenti in quanto favorevoli nei confronti di tutto il complesso degli elementi che identificano il problema o la decisione in oggetto.

Condizione di efficacia è, in via generale, la capacità di produrre l'effetto adeguato o conveniente in un singolo caso. In termini di funzionamento di un sistema, l'efficacia è il grado di rispondenza tra gli *output effettivi* e gli *output desiderati* (prefissati). In un sistema aperto e finalizzato, cioè in un'organizzazione aziendale, qualunque cambiamento che si voglia apportare produce un effetto in termini di efficacia quando riesce a modificare le relazioni tra l'organizzazione e l'ambiente (ovviamente in modo bidirezionale).

Con linguaggio spicciolo, ma calzante, in un'azienda si denotano comportamenti efficaci quando si riscontra la capacità di «fare tempestivamente la cosa giusta» e ciò deve essere trasfuso ai diversi livelli della gestione: strategico, direzionale, operativo.

In particolare, nei momenti pregnanti, quelli delle decisioni strategiche che esprimono le scelte di fondo del soggetto aziendale per far fronte ai problemi-chiave, la condizione di efficacia esprime il miglior connubio tra

azienda ed ambiente e una strategia può essere definita efficace quando è la più «azzeccata» e, se la strategia è di tipo competitivo, è efficace in quanto appropriata rispetto a quella dei concorrenti (ad esempio perché si riesce a quantificare uno scarto positivo nella specificità con cui l'offerta soddisfa le esigenze della clientela).

Condizione di efficienza è, in generale, la capacità costante di rendimento e di rispondenza alle proprie funzioni. In termini sistemici, l'efficienza è il rapporto «ottimale», o desiderato, tra gli *input effettivi* e gli *output effettivi*.

In comune con la condizione di efficacia vi sono dunque i risultati effettivamente conseguiti (*output effettivi*) ed infatti efficacia ed efficienza, negli studi economico-aziendali, vanno spesso insieme specie nell'ambito delle problematiche di controllo di gestione che può, di fatto, essere definito come un controllo di efficacia-efficienza: si procede con il verificare se i risultati sono in linea con gli obiettivi aziendali (efficacia), per poi verificare l'efficienza con cui le risorse sono reperite ed impiegate in rapporto ai risultati effettivamente conseguiti.

Qualunque cambiamento si voglia apportare in un'organizzazione aziendale produce un effetto in termini di efficienza quando riesce a modificare le relazioni tra la struttura interna e le attività operative.

Anche in questo caso, si può affermare che in un'azienda si denotano comportamenti efficienti quando si riscontra la capacità di «fare» con il minor spreco e/o con il maggiore rendimento.

In conclusione, *efficienza, efficacia, economicità*, sono condizioni imprescindibili perché si possa avere o perseguire l'equilibrio economico sia a livello generale che a livello particolare. In tale secondo ambito va infatti sottolineato che sia in chiave prospettica che consuntiva, economicità, efficacia ed efficienza vanno individuate per tutte le aree strategiche d'affari che caratterizzano la gestione di un'azienda. Aree d'affari che impongono di ragionare in termini di prodotto, mercato e tecnologia e di singoli costi e ricavi che la caratterizzano.

Una parziale misurazione delle condizioni di economicità, efficacia ed efficienza può essere individuata in alcuni indici economico-finanziari. Tali indicatori devono essere utilizzati come spunti, punti di partenza per avviare un'analisi delle condizioni economiche aziendali da inquadrare nel tempo, nello spazio, nonché in un preciso percorso di lettura delle diverse informazioni economico-finanziarie che si possono trarre dal sistema contabile che rileva il sistema delle operazioni di gestione.

L'andamento complessivo che la gestione ha prodotto in un intervallo di tempo può essere «letto» nel risultato che, come noto, va sotto il nome di reddito. Tuttavia, pur avendone a disposizione una sequenza temporale sufficientemente estesa (per capire come la redditività aziendale è cambiata

nel tempo) e/o pur avendo a disposizione i risultati economici delle aziende concorrenti (per capire le diversità di performance), il confronto risulterebbe difficile da individuare in chiari termini comparativi per due ordini di motivi. Il primo riguarda l'incapacità segnaletica di un valore assoluto rispetto ad un valore relativo (quale può essere un indice). Il secondo, più strettamente aziendale, riguarda il soggetto principalmente interessato a conoscere della «redditività» dell'azienda e cioè i portatori di capitale proprio.

Se il reddito aziendale è la remunerazione del capitale proprio, ha un valore segnaletico importante il saggio di redditività aziendale e cioè il rapporto tra il reddito netto e il capitale proprio (gli *shareholders* sono i portatori di *equity*):

$$\text{Indice di redditività aziendale ROE} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale proprio}}$$

L'indice, che è ormai comunemente noto come ROE (*Return On Equity*), se espresso in termini percentuali, indica quanto rende cento euro di capitale investito nella gestione dai «finanziatori di rischio». Utilizzando l'esempio numerico *sub* 10.2.2. il ROE è pari al 20% = 60 di utile netto su 300 di capitale proprio (capitale apportato *più* utili realizzati *meno* utili distribuiti).

Ricordando quanto scritto al *sub* 10.2.1. a proposito della remunerazione del capitale proprio e del rischio connesso, si può individuare nel ROE uno dei principali indicatori del grado di soddisfazione dei capitalisti e il potere d'attrazione, da parte della gestione, nei riguardi di tale capitale.

Il ROE, in chiave prospettica, dovrebbe essere maggiore del rendimento di investimenti alternativi (tenuto conto del rischio) ed anche maggiore o uguale ai rendimenti attesi dagli investitori (tutti i capitalisti in specie quelli che assumono le caratteristiche del socio-finanziatore, si veda il *sub* 3.1.4.).

Sempre considerando le condizioni di economicità, efficacia ed efficienza, un'altra parziale misurazione che, sinteticamente, può essere una loro preliminare chiave di lettura, è l'indice di redditività del capitale investito, noto come ROI (*Return On Investment*):

$$\text{Indice di redditività del capitale investito ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito}}$$

Si cerca di rispondere al quesito: quanto rende il capitale investito nel-

la gestione caratteristica? Quindi, rispetto all'indice di redditività complessiva si circoscrive l'analisi alla redditività della gestione caratteristica (quella relativa al *business* aziendale) considerando però tutto il capitale che è stato utilizzato: di rischio e di credito.

Sempre considerando l'esempio di cui sopra, il ROI è pari al 10% = 90 di reddito operativo su 900 di capitale investito (totale investimenti meno il deflusso di cassa per la distribuzione di utili).

La possibilità di leggere il ROI come un indice composto da altri indici consente di capire meglio da «dove», in prevalenza, arriva la redditività della gestione caratteristica, cioè quali sono state le leve economiche su cui particolarmente hanno potuto o dovuto agire i soggetti decisori.

Se si moltiplica il numeratore e il denominatore del rapporto per l'ammontare dei ricavi delle vendite si avrà:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi di vendita}} \times \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Capitale investito}}$$

Il primo indice è quello di *redditività delle vendite* altresì noto come ROS (*Return On Sales*) che esprime, in termini percentuali, quanto residua dell'utile operativo rispetto a cento euro di realizzo-vendita dopo aver coperto tutti i costi operativi (ROS nel nostro esempio è 8,4% = 90 di reddito su 1.080 di vendite).

Il secondo indice è quello di produttività (o di rotazione) del capitale investito, cioè la capacità della gestione a produrre redditi con quel capitale a disposizione (nell'esempio è pari a 1,2 = 1.080 di vendite su 900 di investimenti).

La variabile Ricavi di vendita è dunque importante perché si riesce a capire se sulla redditività operativa ha più influenza la redditività delle vendite (i prezzi P adeguatamente remunerativi) oppure la produttività del capitale investito (volumi di q conseguenti ad acquisizioni/utilizzi efficienti di f e p).

Ne consegue che un'azienda con un basso margine sulle vendite, supposto non migliorabile, può agire sulla produttività del capitale investito (un più «rapido» rientro in forma liquida delle vendite) al fine di ottenere un ROI più soddisfacente.

Ovviamente vale anche la situazione contraria: con bassa produttività del capitale investito si può pensare di aumentare il margine di rendimento delle vendite.

Tali considerazioni scontano l'effettiva possibilità di manovra che, sappiamo, dipende dalle diverse relazioni di interdipendenza che sussistono tra le diverse variabili dell'equazione economica. Quindi, possono essere

lo spunto per avviare un'analisi su ciò che ha determinato la situazione delle quattro variabili (f, p, q, P) di cui si è scritto al *sub* 10.2.2.

Le differenze tra il ROI e il ROE evidenziano anche i legami tra questi due indicatori sintetici della redditività aziendale.

Una prima riflessione che può essere fatta è che il ROI risente delle strategie competitive sui mercati reali, cioè delle scelte/decisioni/operazioni di produzione e vendita. Tali aspetti si riflettono ovviamente nel ROE che, però, risente anche delle politiche finanziarie, di quelle extra caratteristiche, degli eventi straordinari, dell'imposizione fiscale, nonché della diversa combinazione del capitale di finanziamento, nel senso della combinazione «mezzi propri-mezzi di terzi».

È evidente che all'aumentare del ROI aumenta anche il livello del ROE a patto che non ci siano oneri finanziari, costi extra caratteristici, sopravvenienze negative di tipo straordinario.

Il ROE può aumentare rispetto al ROI (se diminuisce o rimane costante) se i proventi extra caratteristici e quelli straordinari superano gli oneri finanziari. Semplificando ed eliminando dalla gestione i componenti che potrebbero mancare, quelli della gestione extra caratteristica e straordinaria, si può constatare come il ROE diminuisca all'aumentare degli oneri finanziari. In termini d'incidenza relativa si potrebbe anche meglio dire che il saggio di redditività diminuisce all'aumentare del tasso medio dei finanziamenti a titolo di credito (t_f) e, inoltre, varia a seconda del diverso rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri (quoziente di indebitamento).

Proprio il legame tra indebitamento e redditività della gestione sarà, più avanti, oggetto di trattazione nell'ambito dell'equilibrio finanziario. Di fatto il cosiddetto «effetto leva» (come già illustrato al *sub* 3.2.2.) coniuga gli aspetti economici con quelli finanziari e si è dimostrato come il ROE aumenta, a parità di altre condizioni, con l'aumento del quoziente d'indebitamento in ragione della differenza positiva tra il ROI e il tasso medio dei finanziamenti. Il capitale di rischio viene cioè a beneficiare «gratuitamente» del divario positivo esistente tra utile operativo ascrivibile al capitale di credito e i relativi oneri finanziari.

10.2. L'equilibrio finanziario

10.2.1. L'equazione finanziario-monetaria

Nel *sub* 3.2.4. sono state presentate le equazioni del fabbisogno di finanziamento per il primo anno di vita dell'azienda e per quelli successivi.

Facendo rinvio al suddetto paragrafo per approfondimenti sulle varia-

bili dell'equazione e sulle leve da manovrare per favorire il raggiungimento dell'equilibrio tra fonti esterne da reperire – al netto di quelle interne – ed impieghi da realizzare, ci serve ora richiamarlo in questo contesto dove oggetto d'analisi è l'equilibrio tra tutte le entrate e tutte le uscite.

Il messaggio che deve emergere è il seguente: con i mezzi monetari a disposizione (Entrate) l'azienda è, o dovrebbe essere, in grado, in ogni istante, di far fronte ai fabbisogni finanziari suscitati dalla gestione (Uscite).

In altri termini, l'equilibrio finanziario può essere espresso come la capacità dell'azienda di far fronte, con costante continuità, ai pagamenti a cui è tenuta. Più correttamente va anche considerata necessaria una dotazione di liquidità in termini di scorta monetaria capace di coprire gli eventuali scostamenti tra l'andamento monetario previsto e quello effettivo.

Richiamando il sistema del denaro come un sottosistema aziendale caratterizzato da afflussi e deflussi si può affermare che la gestione della tesoreria (stock monetario derivante dalle Entrate e dalle Uscite e scelto come grandezza da controllare, *sub* 9.3.) può essere descritta, in senso più ampio, come un'equazione tra flussi:

$$\text{AFFLUSSI MONETARI} \geq \text{DEFLUSSI MONETARI}$$

Anche il richiamo all'equilibrio economico diviene d'obbligo, nel senso che la moneta non solo misura le operazioni economiche ma le scorte monetarie debbono poter essere impiegate in modo da consentire un adeguato rendimento del loro investimento e, al tempo stesso, si deve poter ridurre l'onerosità della loro acquisizione.

Le variazioni di denaro, che possono essere anche definite come afflussi/ deflussi di cassa (o flussi con segno positivo/negativo) riguardano:

AFFLUSSI	DEFLUSSI
A₂ Ricavi di vendita prodotti Incasso crediti di regolamento	A₁ Costi acquisto fattori correnti Pagamento debiti di regolamento
B₁ Apporti di capitale proprio	B₂ Rimborsi di capitale/distribuzione utili
B₁ Accensioni debiti di finanziamento	B₂ Rimborsi debiti di finanziamento
C₂ Realizzi gestione accessoria	C₁ Investimenti nella gestione accessoria
C_{1/2} Ricavi per la concessione di denaro	C₁ Accensioni crediti di finanziamento
D Decrementi investimenti dei fattori produttivi durevoli della gestione caratteristica	D Investimenti nei fattori produttivi durevoli della gestione caratteristica

Le «cause economiche» dei flussi di cassa spiegano che, essenzialmente, dovrebbero essere le operazioni della gestione tipica, o caratteristica, a determinarli, cioè le entrate e le uscite del denaro contraddistinte dalla lettera A.

Secondariamente, la gestione finanziaria in senso ampio (operazioni contraddistinte dalla lettera B) è quella che determina flussi monetari per via delle «fonti» che dai proprietari e/o da terzi arrivano in azienda e i deflussi monetari che saranno conseguenti agli afflussi.

In via residuale, la gestione patrimoniale accessoria (operazioni contraddistinte dalla lettera C) a cui si può collegare il prestito attivo (parlando esclusivamente di aziende di produzione), è quella che determina deflussi per l'impiego di scorte monetarie in attività alternative a quella tipica e poi ci saranno a conclusione del processo, i successivi e collegati afflussi.

Infine, per completare il quadro vanno considerati gli investimenti, a conclusione del processo, e gli eventuali smobilizzi dei fattori produttivi a lento rigiro che possono comportare dei flussi monetari (operazioni contraddistinte dalla lettera D).

La condizione di equilibrio finanziario va interpretata, dunque, nel contesto delle operazioni di gestione che l'hanno determinata. Non è sufficiente cioè che ci sia stata, nell'intervallo di tempo considerato, la minimizzazione delle giacenze monetarie, è necessario capire da quali afflussi e deflussi è derivata.

Se le entrate derivanti dalla gestione caratteristica sono state superiori alle uscite corrispondenti, si può sostenere che l'equilibrio finanziario è effettivo.

In altri termini, un siffatto equilibrio finanziario comprova la presenza dell'equilibrio economico ma anche di quello patrimoniale. Esiste cioè la capacità di generare e autogenerare le risorse finanziarie investite nella gestione tipica; di rimborsare e remunerare senza difficoltà i finanziamenti (propri e di terzi); di operare nuovi investimenti.

Nel caso in cui esista la minimizzazione delle scorte monetarie (vale a dire le entrate di qualunque specie sono state maggiori delle uscite) ma le entrate operative siano inferiori alle uscite operative, allora si è di fronte ad un equilibrio apparente o formale.

In questi casi nasce, infatti, la continua necessità di attingere risorse finanziarie all'esterno, accompagnando tali operazioni con quelle di disinvestimento nella gestione tipica o in quella accessoria. Si vengono così a creare, nel tempo, anomalie intollerabili che porteranno ad un disequilibrio economico e poi al tendenziale disequilibrio patrimoniale.

Le situazioni di squilibrio finanziario possono essere di due tipi:

$$E > U$$

si tratta di una differenza «patologica» solo se superiore alla scorta monetaria necessaria per far fronte a cambiamenti temporali e quantitativi delle uscite. Si è di fronte al fenomeno delle STASI FINANZIARIE nel senso che si vengono a formare esuberi di liquidità inoperosi, che non trovano un investimento adeguato nella gestione tipica ma neanche in quella accessoria;

$$E < U$$

si è di fronte ad uno squilibrio finanziario «patologico» solo se l'entità della differenza è stabile e consistente. Si tratta del fenomeno delle PUNTE FINANZIARIE nel senso che si sono esaurite le scorte monetarie iniziali e si determina un'illiquidità pregiudizievole per la continuità regolare della gestione corrente.

Le eccedenze/deficienze di liquidità possono avere origine dal normale avvicendamento della gestione (stasi/punte *funzionali*) ed essere previste e fronteggiate; oppure possono avere origine da stati patologici (stasi/punte *antifunzionali*) più difficilmente prevedibili e fronteggiabili.

È comprensibile che, pur essendo *stasi* e *punte* situazioni di squilibrio finanziario non hanno, come incidenza sugli aspetti economici, la stessa importanza: il fenomeno delle stasi finanziarie può portare all'inutilizzazione di masse finanziarie provocando, al massimo, un'alterazione della struttura patrimoniale, mentre le punte finanziarie determinano sempre stati di incaglio che provocano, in alcuni casi, la paralisi degli andamenti economici.

A tal proposito, si può pensare di individuare le principali categorie di interdipendenze che legano gli andamenti economici e gli andamenti finanziari che poi significa cercare il collegamento tra l'equazione economica e l'equazione finanziaria.

I collegamenti sono biunivoci ma in questo ambito si considererà il condizionamento degli andamenti finanziari su quelli economici [GIANNESI, 1986] richiamando, per il condizionamento contrario, a quanto esposto al *sub* 10.2.2.

a) Situazione di mancanza di mezzi finanziari

La carenza di risorse finanziarie per poter realizzare i progetti dell'azienda implica, in diversi ambiti, condizioni di non redditività.

Negoziazione degli acquisti/rapporti con i fornitori

L'azienda non riesce ad onorare i pagamenti dei debiti di fornitura. Si viene a creare, nel tempo, l'impossibilità, o la limitazione, ad effettuare le operazioni di acquisto dei fattori produttivi. In genere si ravvisano ritardi nella stipulazione dei contratti di fornitura anche quando il mercato consiglierebbe un approvvigionamento precoce a causa dei rialzi nei prezzi e/o per le difficoltà a reperire il fattore produttivo. L'immediata conseguenza si ravvisa quindi nell'inadeguatezza delle scorte di magazzino con un rischio d'arresto delle lavorazioni.

Inoltre, la negoziazione dei prezzi pone l'azienda in una condizione di inferiorità rispetto ai fornitori perché il pagamento non può essere garantito in tempi brevi e con regolarità; due i costi aggiuntivi che ne derivano: peggioramento della qualità dei fattori produttivi e delle consegne, costi

d'acquisto alti perché contenenti implicitamente, o esplicitamente, interessi passivi di fornitura.

Negoziazione delle vendite/rapporti con i clienti

Anche in questo caso l'azienda si trova, nella negoziazione dei prezzi di vendita, in una condizione pessima perché esiste la pressione esercitata sui clienti ad incassare urgentemente e velocemente i ricavi di vendita/crediti di regolamento.

L'immediata riflessione è che, pressata ad operare ribassi, l'azienda a fronte di una diminuzione del prezzo di vendita dei prodotti potrebbe ottenere un aumento della domanda (ammesso che esista un'elasticità del mercato al prezzo) e quindi un aumento dei volumi di vendita.

In realtà, nei casi di aziende che operano con stadi prolungati di punte finanziarie, una situazione come quella appena indicata (aumento degli ordinativi) può non risultare positiva specie se le scorte di materie prime risultano insufficienti (per le motivazioni prima indicate) ad ampliare i volumi di produzione. L'azienda potrà cogliere il vantaggio competitivo solo per un periodo limitato e sarà costretta a sospendere le vendite quando non riuscirà più a far fronte alle richieste dei clienti, che torneranno ad acquistare dai concorrenti (dopo aver diminuito i prezzi questi ultimi potranno, stante una situazione finanziaria migliore, riportarli ai livelli precedenti) a meno che l'azienda non ribassi ulteriormente i prezzi con il rischio concreto che diventino antieconomici.

Ipotizzando una situazione in cui l'azienda possa contare su scorte sufficienti per sostenere l'aumento della domanda, l'incremento del volume d'affari a causa della riduzione dei prezzi avrà un carattere effimero perché, diminuendo i prezzi nell'intero settore, i clienti potranno spostarsi verso le aziende concorrenti in grado di praticare dilazioni di pagamento migliori.

In genere, comunque, le aziende che hanno problemi finanziari non possono cogliere i vantaggi offerti dal mercato nei casi di aumenti improvvisi, o particolari, della domanda e ciò perché non si possono realizzare interventi tempestivi, nel senso di aumenti della produzione, a causa della situazione delle scorte e/o della rigidità in cui versano le immobilizzazioni (si vedano più avanti le considerazioni sul rinnovamento degli impianti).

Soprattutto nel rapporto con i clienti si evidenzia, spesso, una mancanza di dilazione degli incassi e ciò determina sempre (sia nei casi di vendite «facili» che di crisi commerciali generalizzate) una maggiore incidenza dei costi fissi su quelli variabili.

Mercato del credito/rapporti con le banche

È evidente che una soluzione tra le più ovvie e praticata, per risolvere situazioni di punte finanziarie, sia quella del ricorso a nuovi finanziamenti.

Tuttavia, l'urgenza e la mancanza di un programma finanziario preciso può aver condotto l'azienda in una situazione di perdita di forza contrattua-

le nella negoziazione dei tassi per l'approvvigionamento dei capitali, più in generale in una perdita generalizzata del merito creditizio.

Spesso la richiesta di nuove fonti finanziarie a istituti diversi induce ad un allarmismo tra le banche che tendono a rifiutare l'affidamento (per via dei rischi d'insolvenza degli affidati) o a concederlo a tassi non concorrenziali (vale a dire molto alti). Per completezza circa gli aspetti relativi all'affidamento bancario si veda il Capitolo 3.

La conclusione economica delle punte finanziarie legate ai rapporti con le banche, è individuabile in un aumento eccessivo degli oneri finanziari.

Rinnovamento impianti

La deficienza di mezzi finanziari non consente una progettazione di innovazione tecnologica di processo e di prodotto, ma neppure il rinnovo degli impianti e degli strumenti di produzione (Capitolo 7). Ciò costringe l'azienda, non solo ad abbandonare qualsiasi tentativo di ristrutturazione a fronte di nuove strategie, ma anche di continuare ad utilizzare procedimenti tecnici a volte superati. Da un punto di vista economico si assiste ad un aumento del costo dei prodotti a causa di sprechi, minori rendimenti, deficienze organizzative, ecc., fino ad oltrepassare il limite economico del valore dei ricavi. Viene meno cioè la condizione di economicità.

In conclusione, situazioni di punte finanziarie, non previste ed arginate per tempo, determinano una serie di influenze negative che pregiudicano la formazione del risultato positivo di gestione.

Si assiste ad uno spostamento di attenzione da parte degli amministratori: dai problemi economici a quelli finanziari. Si determina anche una «mentalità finanziaria» che risulta essere assolutamente negativa perché perde di vista la ricerca dell'equilibrio economico di medio-lungo termine: la gestione diviene unicamente una sincronizzazione tecnica tra riscossioni e pagamenti; i costi vengono visti come cause di pagamenti da effettuare con più o meno urgenza, i ricavi come possibilità d'incassi.

b) Situazione di eccedenza di mezzi finanziari

Tutte le indicazioni sopra ricordate (rapporti con fornitori, clienti, banche; predisposizione *lay-out* produttivo) possono in maniera contraria essere viste come cause positive di redditività nel caso in cui l'azienda possa disporre di scorte finanziarie.

Va precisato che ciascuna condizione favorevole se non sfruttata opportunamente dalle condizioni contrattuali di vantaggio (rispetto ai clienti e ai fornitori, al ricorso al credito, al rinnovo degli impianti, ecc.) può determinare disarmonie non immediatamente percepibili che si ritroveranno in futuro nel conseguimento di peggiori equilibri economici o nella mancanza degli stessi.

10.2.2. L'equilibrio tra entrate ed uscite: le leve finanziarie

L'analisi della dinamica finanziaria mediante flussi monetari permette di capire se tali variazioni siano correlate, cioè se entrate ed uscite riflettano convenientemente i movimenti economici della gestione nell'intervallo di tempo prescelto (passato o futuro).

Nel precedente paragrafo ci si è limitati ad esprimere una situazione di uguaglianza tra afflussi e deflussi monetari considerando anche una necessaria dotazione di liquidità in termini di scorta monetaria, capace di coprire gli eventuali scostamenti tra l'andamento monetario previsto e quello effettivo.

Un'altra puntualizzazione va fatta al riguardo di come l'analisi della dinamica finanziaria d'azienda può essere diversamente impostata e letta, al Capitolo 9, nel par. 9.3. è stata scelta la grandezza finanziaria relativa ai «flussi di cassa» (ricordando che trattasi non solo di cassa fisica ma anche «cassa virtuale», cioè l'uso dei conti correnti bancari attivi per le operazioni d'incassi e pagamenti, anche mediante gli strumenti online).

Esiste anche un altro modo di leggere la dinamica finanziaria ed è quello di chi adotta il linguaggio dei *flussi di capitale circolante*. In questo caso l'oggetto di cui s'indagano le variazioni è il «capitale circolante netto»: le attività correnti (magazzino, crediti, denaro) al netto delle passività correnti.

Riteniamo che, sia a livello operativo che a livello di studio, siano più significativi i flussi riguardanti la liquidità in senso stretto. Con una precisazione, che è quella di chi ritiene prioritario l'aspetto economico in quanto causa originaria degli andamenti finanziari.

Avendo però affermato che temporanei squilibri economici possono essere accettati a patto che, finanziariamente, l'azienda riesca a intrattenere e proseguire correttamente i rapporti con i terzi, va da sé che il controllo degli andamenti monetari risulta fondamentale affinché si realizzi l'equilibrio finanziario, sia in termini di raccolta (fabbisogno effettivo) sia in termini di rimborso.

In concreto è necessaria la verifica dell'*equazione giornaliera di cassa*:

$$\text{Liquidità iniziale} + \text{Afflussi} = \text{Deflussi} + \text{Liquidità finale}$$

La *Liquidità iniziale* può consistere nel capitale in denaro di cui si dota l'azienda all'inizio del periodo temporale di riferimento (giorno *i-esimo*), la *Liquidità finale* consiste nel capitale in denaro di fine giornata, essa rappresenta la base per la regolare prosecuzione nei giorni successivi (diventando così la Liquidità iniziale del giorno *n-esimo*).

Si ricorda che gli *Afflussi* riguardano: le entrate per i Ricavi in contanti, l'incasso dei crediti di regolamento, gli ottenimenti di debiti di finanziamen-

to (in casi particolari, dopo la fase iniziale, si possono dover considerare gli afflussi per nuovi apporti di capitale proprio). Analogamente i *Deflussi* riguardano: le uscite per Costi in contanti, il pagamento di debiti di regolamento, i rimborsi dei debiti di finanziamento (annualmente, nei casi di deliberata remunerazione del capitale proprio si deve prevedere l'uscita per il pagamento dell'utile).

Un altro aspetto che deve essere considerato riguarda la provenienza dei flussi. Si è descritto l'equilibrio finanziario non solo con rispetto all'indistinto avvicendamento tra entrate ed uscite, ma è stato precisato che necessitano entrate operative maggiori di quelle extra operative. Questo significa che occorre circoscrivere il flusso di cassa generato dalla gestione corrente, cioè dalle tipiche operazioni di «acquisto-produzione-vendita» che contraddistinguono il normale avvicendamento dei costi e ricavi correnti, relativi cioè all'esercizio. Solo così si potrà far leva sui movimenti finanziari che, ricorrentemente, creano e distruggono ricchezza ma il cui divario positivo a volte consente, oltre al rigenerarsi degli investimenti correnti, di poter realizzare nuovi investimenti (quelli pluriennali tipici) ma a volte non lo consente, indicando la necessità di ricorrere a nuovi finanziamenti.

Il termine che meglio esprime quanto appena affermato è quello di autofinanziamento lordo (si veda il 3.1.2.): la capacità di far fronte agli impegni finanziari connessi con la gestione operativa.

FLUSSI DI CASSA DELLA GESTIONE OPERATIVA CORRENTE	
<i>Flussi monetari in entrata</i>	<i>Flussi monetari in uscita</i>
Ricavi di vendita prodotti + diminuzione (– aumento) crediti di regolamento	Acquisti fattori produttivi correnti + diminuzione (– aumento) debiti di regolamento

Potendo far leva su tali elementi, con adeguate politiche a sostegno degli approvvigionamenti (allungamento dei tempi di pagamento ai fornitori a parità di condizioni qualitative della fornitura) e del marketing (abbreviazione dei tempi d'incasso dai clienti a parità di volumi e servizi di vendita), si riuscirebbe a controllare il rimborso dei prestiti e a pianificare nuovi investimenti.

Ritornando ad una rappresentazione complessiva della gestione aziendale, occorrerà considerare le altre operazioni (oltre quelle "correnti") che influenzano il livello delle disponibilità liquide, cioè le operazioni della gestione extra operativa, compresi gli investimenti e i disinvestimenti nei fattori produttivi strutturali.

FLUSSI MONETARI GLOBALI	
<i>Flussi monetari in entrata</i>	<i>Flussi monetari in uscita</i>
Gestione operativa corrente (saldo flussi di cassa)	
Disinvestimenti	Nuovi investimenti pluriennali
Accensione prestiti	Rimborso prestiti
	Pagamento oneri finanziari
Aumento di capitale proprio	Rimborso quote di capitale proprio
	Distribuzione di dividendi

Tale prospetto offre la rappresentazione più efficace dei movimenti delle risorse finanziarie fra l'impresa e l'ambiente esterno.

La gestione finanziaria può essere sintetizzata come l'insieme delle operazioni di acquisizione del fattore capitale a fronte di precisi programmi d'impiego e con l'obiettivo di conferire economica liquidità alla gestione.

Le leve finanziarie, si potrebbe anche dire i compiti operativi propri dell'area finanza, sono tipicamente due:

1. il reperimento e la gestione delle fonti di finanziamento che determinano l'insieme delle relazioni con soggetti esterni quali i finanziatori (aziende di credito, obbligazionisti, intermediari finanziari, ecc.) ed anche i portatori di capitale proprio;
2. la gestione della tesoreria, ovvero la ricerca dell'equilibrio nel brevissimo termine delle entrate e delle uscite di cassa comunque originate.

Nel Capitolo 3 dedicato ai processi di finanziamento sono state illustrate le diverse forme tecniche che le aziende hanno a disposizione per far fronte alle loro esigenze di risorse finanziarie e i soggetti con cui, nel mercato del credito, si trovano a relazionarsi. Sempre in quella sede sono state affrontate le problematiche per la ricerca di un soddisfacente *trade off* tra finanziamenti e investimenti, che saranno riprese nel prossimo paragrafo.

Una basilare riflessione finanziaria ed economica insieme è quella che collega il costo del denaro (tasso dei finanziamenti) e il rendimento dell'attività caratteristica dell'azienda (sintetizzata nell'indice ROI di cui si è scritto al *sub* 10.2.4.) e che è stata spiegata come «effetto leva» o «leva finanziaria» o «leverage» (*sub* 3.2.2.). La necessità per un'azienda di doversi indebitare non deve essere «vissuta» come un evento negativo in assoluto; qualora ricorrano precise condizioni economiche, può verificarsi, al contrario, un effetto positivo in termini di miglioramento della redditività complessiva (nota come ROE, di cui si è scritto al *sub* 10.2.4.). Le condizioni richieste sono:

- un tasso di interesse sui finanziamenti che risulti conveniente non solo

in termini «esterni»¹⁰, ma anche e soprattutto in termini «interni», cioè un tasso d'interesse minore del tasso di rendimento dell'attività caratteristica dell'azienda¹¹ ($t_f < \text{ROI}$);

– un livello del quoziente d'indebitamento (Passivo/Capitale proprio) che, stante la condizione sopra esposta, dovrebbe essere crescente.

L'effetto leva finanziaria è quel legame che unisce la redditività complessiva aziendale che remunera il capitale proprio (Reddito netto/Capitale proprio, cioè il ROE) alla redditività operativa aziendale che remunera il capitale investito (Reddito operativo/Capitale investito, cioè il ROI).

Il legame è finanziario nel senso che gli oneri finanziari – che riducono l'utile operativo (quindi la «redditività netta») – possono essere «coperti» dai rendimenti dell'attività caratteristica (dallo stesso utile operativo) in via proporzionalmente crescente, a patto che il divario positivo tra remunerazione del capitale investito e remunerazione del capitale di credito sia mantenuto costante o crescente. Nel caso contrario, si avrebbe lo stesso effetto leva in negativo.

La formula matematica già esposta al Capitolo 3 e che esprime le relazioni tra ROE, ROI, quoziente d'indebitamento e costo dell'indebitamento, è la seguente:

$$\text{ROE} = \left[\text{ROI} + (\text{ROI} - t_f) \frac{\text{Passivo}}{\text{Mezzi propri}} \right] (1 - \alpha)$$

In particolare, l'effetto leva si concentra nella parte relativa al rapporto tra ROI e finanziamenti:

$$(\text{ROI} - t_f) \times \frac{\text{Passivo}}{\text{Mezzi propri}} \quad \textbf{leva positiva} \text{ (moltiplicatore)} \quad \text{se } \text{ROI} > t_f$$

$$(\text{ROI} - t_f) \times \frac{\text{Passivo}}{\text{Mezzi propri}} \quad \textbf{leva negativa} \text{ (riduttore)} \text{ se } \text{ROI} < t_f$$

Applicando la formula «leva finanziaria» alla nostra *Applicazione*, considerando un tasso di onerosità dei debiti (t_f) del 5%, si avrà:

$$\text{ROE} = \left[0,10 + (0,10 - 0,05) \times \frac{600}{300} \right] = 20\%$$

In particolare

$$\text{leva positiva} = 0,05 \times \frac{600}{300} = 10\%$$

¹⁰ L'effetto leva viene utilizzato in maniera poco accorta quando non si tiene conto che il mercato del credito può, a volte anche repentinamente, far variare il costo del denaro, specie in periodi di instabilità economico/finanziaria. Se i finanziamenti già ottenuti non hanno un tasso fisso rischiano di divenire molto più costosi.

¹¹ Il rendimento del capitale investito nell'attività tipica (ROI) può abbassarsi per le stesse ragioni esterne di cui si commentava alla nota precedente, ma anche per cause interne legate alle inefficienze operative della gestione ed organizzazione aziendale.

In tal modo si può pensare di aumentare l'indebitamento aziendale (senza dimenticare di tenere conto di tutte le condizioni ulteriori, oltre al costo del denaro) e, positivamente, aspettarsi un aumento della redditività complessiva al crescere della redditività operativa o al decrescere del tasso medio dei finanziamenti.

In tutto questo dovrebbe essere inserito anche il coefficiente di defiscalizzazione ($1 - \alpha$) che incide negativamente sulla redditività complessiva ma, non modificando la logica di base, può in questa sede essere ignorato.

L'altro elemento pregnante della dinamica finanziaria riguarda la *gestione della tesoreria*. In fase di deficienza monetaria non patologica («scoperti di cassa») gli interventi a sostegno della liquidità possono concretizzarsi, ad esempio, in aperture di credito per elasticità di cassa o in altri mezzi adeguati. Nei casi di esuberi non patologici, le disponibilità liquide da gestire possono comportare interventi nelle disponibilità sui conti correnti bancari o su titoli ad elevata negoziabilità, cioè il saldo positivo del conto corrente bancario può, in alcuni brevi periodi, essere considerato come un investimento (con apposita contrattazione dei tassi) senza però pensare di evitare una sana programmazione degli incassi e dei pagamenti che riduca al minimo tale necessità che nel caso dovesse allungarsi e/o divenire consistente dovrebbe indurre, quanto meno, alla decisione di effettuare investimenti senza rischio ma con rendimenti maggiori.

Essendo l'area finanza una di quelle funzioni che rispecchiano l'unitario sistema dell'operare d'impresa [FERRERO, 1987, p. 188], si possono estendere i suoi compiti e quindi individuare altre leve su cui poter agire [PISONI, PUDDU, 1996, p. 204]:

- gestione dei crediti;
- analisi finanziaria degli investimenti in beni strumentali e magazzino;
- pianificazione e programmazione finanziaria (ad esempio, piano finanziario, budget finanziario, budget di cassa, ecc.).

In tali ambiti è doverosamente richiesto il collegamento con altre aree funzionali dell'azienda, cioè con coloro che impostano e realizzano operazioni e cicli in merito alla pianificazione degli investimenti in beni strumentali, alla programmazione del magazzino e al controllo dei crediti.

10.2.3. I caratteri dell'equilibrio finanziario: dinamico ed immediato

L'equilibrio finanziario aziendale ha in comune con l'equilibrio economico il fatto di essere un equilibrio *dinamico*. I flussi che compongono l'equa-

zione, cioè le entrate e le uscite che si susseguono nell'intervallo di tempo considerato, devono essere combinati in modo da poter perseguire equilibri successivi, ma non solo. Una capacità, quella di mantenere condizioni di «equilibrio dinamico», che l'equilibrio finanziario deve poter garantire sempre (nel brevissimo periodo) a differenza di quanto si sosteneva per l'equilibrio economico.

Il dinamismo, dunque, come attitudine delle operazioni aziendali di gestione esterna, quelle a carattere monetario-finanziario, di subire continue modifiche nello spazio e nel tempo. Rispetto a quest'ultimo l'equilibrio finanziario non può venire meno in nessun momento, è logica conseguenza che debba essere *immediato*.

La verifica dell'equilibrio finanziario è indispensabile perché in rapporto all'ambiente esterno non è pensabile che l'azienda non sia in grado di rispettare gli impegni presi nei confronti di tutti i soggetti con in quali instaura un rapporto economico-finanziario: i fornitori di beni e servizi; i lavoratori; i finanziatori; i portatori di capitale proprio; lo Stato. Altrimenti si creerebbe una paralisi dell'azienda anche quando l'equilibrio economico è verificato ed esprime piene condizioni di economicità.

La situazione contraria, cioè la condizione di equilibrio finanziario, è bene ancora ribadirlo, non è detto che determini condizioni di equilibrio economico.

Una temporanea eccedenza delle entrate sulle uscite può presentarsi anche in presenza di ricavi insufficienti a remunerare i costi. Le motivazioni possono essere diverse: lo sfasamento tra aspetto economico e finanziario può avvenire, nel breve tempo, anche in senso contrario; possono esserci state immissioni di mezzi propri, di anticipi; possono essersi verificati eventi straordinari che hanno determinato entrate monetarie non previste.

Gli equilibri finanziari, eventualmente ristabiliti, sono però destinati a venir meno nel lungo periodo se non sono sostenuti dall'equilibrio economico.

A sostegno della verifica nel breve termine dell'equilibrio finanziario vale ancora di più la necessità di non verificarlo *ex-post*, piuttosto *ex-ante*, cioè in termini preventivi e, quindi, programmatori. In altri termini, nelle diverse fasi della vita aziendale l'impostazione in termini *probabilistici* dell'equazione finanziaria risulta indispensabile: per tenere conto degli andamenti futuri in termini di fabbisogno finanziario e in termini di flussi monetari giornalieri.

Per questo si rendono fondamentali la pianificazione, la programmazione ed il controllo finanziario con la predisposizione di documenti quali i piani finanziari e i budget finanziari (programma dei flussi di cassa).

All'equilibrio finanziario aziendale, *dinamico*, *immediato* ed anche *probabilistico* va attribuita un'attenzione prioritaria ma non principale, il do-

verlo verificare e quindi perseguire in via continuativa può comportare dei «rischi di attenzione», quelli che sono stati definiti come «mentalità finanziaria» del management, cioè di mancanza di riflessione sugli aspetti di ampio respiro, le macro-scelte aziendali, quelle di tipo *economico*. Chi gestisce l'azienda deve cioè rammentare l'influenza degli andamenti economici su quelli finanziari, il forte condizionamento degli andamenti finanziari su quelli economici, senza lasciarsi però condizionare solo dalla finanza.

10.2.4. Le condizioni di liquidità ed autonomia

La *condizione di liquidità finanziaria* s'inquadra nel più ampio contesto dell'equilibrio patrimoniale da ricercare nella composizione degli impieghi e delle fonti all'interno del capitale investito (come verrà illustrato nel prossimo paragrafo).

Tuttavia, in questo ambito s'intende ribadire l'importanza del fluire del denaro rispetto alla gestione complessiva. Si tratta di conciliare due esigenze contrastanti: l'esigenza di ottenere una redditività soddisfacente nel lungo termine, che impone l'effettuazione di investimenti strutturali e il cui ritorno tramite i ricavi è spostato in avanti e l'esigenza/obbligo di mantenere una soddisfacente liquidità, che impone la detenzione di consistenti livelli di denaro, di liquidità differite e di investimenti di pronto realizzo.

Le due contrapposte esigenze possono incontrarsi in un'accorta politica di tesoreria capace di assicurare la liquidità senza dover rinunciare agli investimenti. Seguire cioè tutti i flussi monetari attraverso le cause che li generano e il percorso temporale che li contraddistingue.

La dinamicità del fenomeno e l'unità d'analisi delle operazioni aziendali da compendiare nel rendiconto dei flussi di cassa diminuiscono il valore di qualsiasi indicatore economico-finanziario che può essere calcolato per gli aspetti monetari. Si può però, per partire con una prima informazione sul versante della liquidità, utilizzare indici di composizione che mettono in evidenza il peso della liquidità rispetto al capitale investito. Si tratta di semplici rapporti percentuali tra il valore della liquidità (immediata e/o differita) e il valore totale degli investimenti.

Tornando al nostro esempio, essendo la liquidità di 300 (24 denaro [90 - 66] + 276 crediti di funzionamento) rapportata a un capitale investito di 900, l'indice di composizione è pari al 33%.

Gli indici di composizione essendo riferiti ad un dato istante non sono molto significativi se non è noto il livello di funzionalità o anti-funzionalità delle giacenze monetarie. Quanto meno andrebbero calcolati anche gli indici di composizione della liquidità all'interno del capitale circolante, così da

capire se l'aumento o la diminuzione della liquidità sia dipeso dalla gestione operativa corrente (ad esempio per incrementi o decrementi del magazzino) o piuttosto dal capitale fisso.

Si possono calcolare altri indicatori di correlazione tra la liquidità e i debiti a breve termine.

Margine di tesoreria = (Liquidità immediata + Liquidità differita) – Passivo a breve termine

$$\text{Quoziente di liquidità}^{12} = \frac{\text{Liquidità immediata} + \text{Liquidità differita}}{\text{Passivo a breve termine}}$$

Insieme con il margine di tesoreria si avrebbero così le informazioni necessarie per verificare se esiste la condizione in base alla quale: *la liquidità vera e propria (immediata)* e *la liquidità differita* (il normale avviamento dei crediti e degli investimenti prontamente liquidabili) dovrebbero essere in grado di fronteggiare costantemente il pagamento dei debiti a breve termine. In caso contrario si verificherebbe un incaglio, una punta finanziaria, che finirebbe per rendere necessario uno smobilizzo antifunzionale dell'attivo, oppure un ricorso antifunzionale ad una nuova fonte necessaria per la copertura del fabbisogno.

Riprendendo l'esempio, con liquidità pari a 300 e debiti a breve termine per 170, il quoziente di liquidità è pari a 1,75 ed il margine di tesoreria è pari a 130. Si realizza una soddisfacente condizione di liquidità quando il quoziente di tesoreria risulta essere pari o maggiore di uno e se, ovviamente, il margine di tesoreria è maggiore o pari a zero.

I suddetti standard sono meramente indicativi dato che comunque la lettura degli indicatori va fatta sempre nel contesto complessivo; infatti, se il margine è positivo e il quoziente di tesoreria è maggiore di uno si è in presenza di una condizione necessaria ma non sufficiente.

Il fatto che vi sia liquidità *al termine* del periodo considerato non è garanzia che vi sia liquidità *durante* il periodo stesso. È possibile, come illustrato, che le entrate non siano in fase con le uscite per cui l'equilibrio sussiste quando si verifica la messa in fase suddetta: armonizzando scadenze diverse (ad esempio, debiti con scadenze anteriori a quelle dei crediti) e preventivando i cambiamenti delle scadenze «armoniche» (quelle che già funzionano).

Alla luce di tali condizioni può essere ridimensionato anche un margine

¹² Tale quoziente è altresì noto come «indice di liquidità secca» o «Acid Test Ratio». Nei casi in cui il magazzino presenta caratteristiche di elevata liquidabilità, si può utilizzare un ulteriore indice, cosiddetto di *disponibilità* (o *indice di liquidità «allargata»* di cui si dirà al 10.5.2.).

di tesoreria negativo (quoziente di liquidità minore di uno) in quanto se la liquidità manca al termine dell'esercizio non è detto che manchi durante tutto l'anno.

Molto dipende dal ciclo produttivo dell'azienda nel senso di una sua uniformità o piuttosto di una sua stagionalità che si trasmette anche al ciclo monetario causando punte di incassi (distribuzione delle vendite) e di pagamenti (per le diverse distribuzioni degli acquisti).

La *condizione di autonomia finanziaria* in un'azienda deve far riferimento al concetto più ampio di *autonomia aziendale*, il quale può assumere diversi significati, anche quello di «una *condizione primitiva* in quanto offre la garanzia che le scelte fatte e le operazioni siano tutte collegate tra loro dalle relazioni di funzionalità tipicamente orientate alla finalità aziendale dell'equilibrio» [FRANCESCHI, 1995, p. 69].

Per i soggetti a cui competono le decisioni di governo, l'autonomia è un criterio fondamentale ed irrinunciabile. Premessa e condizione necessaria per l'applicazione del criterio d'autonomia è la possibilità, per i soggetti decisori, di operare con un'equilibrata struttura finanziaria nella quale i fabbisogni finanziari vengano opportunamente ripartiti tra capitale di rischio e mezzi finanziari attinti dalle banche, da altre società finanziarie e da terzi finanziatori in genere.

Si tratta, quindi, di stabilire il livello di *autonomia finanziaria* che assicura l'autonomia decisionale. Si potrebbero utilizzare, per esempio, gli indicatori di correlazione tra le due principali categorie di fonti di finanziamento.

$$\text{Quoziente di autonomia finanziaria} = \frac{\text{Capitale proprio}}{\text{Passivo}}$$

Corrispondentemente possono essere calcolati gli indici d'indebitamento che espongono la stessa problematica dal lato della presenza/ingerenza dei terzi finanziatori.

In questi casi risulta difficile stabilire il livello del rapporto perché possa essere considerato soddisfacente. Sicuramente di difficile riscontro sono le due posizioni estreme di mancanza di capitale proprio (capitale investito pari ai debiti di finanziamento e di regolamento) o di mancanza di capitale di credito (capitale investito pari al capitale proprio). Le diverse combinazioni dipendono da molti fattori, volendone elencare alcuni: la dimensione strutturale dell'azienda, il modulo di combinazione produttiva, la durata dei cicli riguardanti i fattori produttivi (operativo, economico, di trasformazione, monetario), la forma giuridica, la compagine proprietaria, il mercato finanziario, ecc. (per gli approfondimenti si rinvia al Capitolo 3).

Una prima riflessione di carattere generale può essere quella legata al-

la presenza, sia pure minima del capitale di rischio, richiesta dalla legge per le aziende aventi forma giuridica di società di capitali e avente l'obiettivo della tutela dei terzi.

Inoltre, la capitalizzazione o la sottocapitalizzazione aziendale, termini con cui si vuole esprimere la presenza, o meno, di un congruo capitale di proprietà, è legata alle dimensioni aziendali.

Nelle piccole aziende a conduzione familiare si è soliti assistere ad una commistione tra patrimonio personale dell'imprenditore e quello dell'azienda con la conseguenza che la dotazione effettiva può risultare, almeno formalmente, molto bassa e non in sintonia con il volume d'attività che l'azienda riesce a sviluppare. D'altro canto, l'inserimento in azienda di altri proprietari non viene presa nemmeno in considerazione e, anche se fosse accolta, i mercati dei capitali secondari nel nostro Paese non hanno ancora decollato.

Nelle aziende più grandi le relazioni con il mercato finanziario sono senza dubbio diverse ma è nota la cronica assenza nella Borsa Valori di aziende anche di dimensioni e importanza strategica rilevanti nel mercato nazionale ed internazionale.

La scelta tra capitale di rischio e capitale di credito deve poi fare i conti «storico-culturali» con un mercato finanziario caratterizzato da un ruolo particolare e protetto delle aziende bancarie che, di fatto, hanno finanziato lo sviluppo industriale del nostro paese.

Non ultimo anche il problema di dover considerare la «composizione» dei soggetti portatori del capitale proprio, nel senso che diversi sono i comportamenti del capitalista/imprenditore rispetto a quelli del capitalista/finanziatore e la richiesta d'autonomia arriva da parte dei primi per gestire l'azienda più che per avere solo e sempre un compenso per l'investimento effettuato.

10.3. L'equilibrio patrimoniale

10.3.1. Il capitale: la nozione e i caratteri

Il reddito presuppone la presenza di un capitale. A che tipo di capitale si fa riferimento? Trattasi del capitale netto (o patrimonio netto), vale a dire la disponibilità dei mezzi propri che, *ex ante*, devono avviare e poi permanere per tutto il tempo di funzionamento dell'azienda. Come ormai acquisito tale capitale proprio si modifica per variazioni endogene e/o esogene.

Il concetto di capitale è però composito e necessita di essere qualificato.

Come già indicato al *sub* 9.4.1. il capitale che complessivamente partecipa alla gestione è «Il capitale d'impresa [che], agli effetti della rilevazione del reddito, è un fondo di valori ...» (ZAPPA, 1950, p. 73). Con tale

definizione s'intendeva evidenziare tre caratteri, fondamentali ed esaustivi, del significato attribuibile al capitale d'azienda.

1. Il capitale è un valore o meglio un *fondo di valori*. Ciò esprime l'opportunità di omogeneizzare mediante un parametro monetario grandezze (quelle che compongono il fondo) che potrebbero essere espresse anche mediante misurazioni loro proprie (i valori fisico-tecnici); il fondo di valori esprime «... un concetto qualitativo-quantitativo, perché ogni misurazione implica una qualità a cui si applica» (DE DOMINICIS, 1967, p. 65).

2. Il capitale è *indeterminato*. Tale caratteristica, che compare sempre quando c'è il problema dell'attribuzione di valore, indica che, a seconda dello scopo che si vuol raggiungere con la determinazione dei componenti del capitale, si possono mutare i parametri di valutazione e, talora, anche i componenti patrimoniali stessi. L'indeterminazione implica la possibilità di utilizzare criteri di valutazione diversi i quali, a loro volta, conducono a molteplici configurazioni di capitale, cioè a dire a diversi valori del capitale stesso.

3. Il capitale è *la ricchezza pertinente ad una data azienda* e deve essere attribuito al soggetto proprietario da una necessaria relazione di disponibilità. Il capitale o patrimonio d'impresa, come aggregato di mezzi a disposizione del soggetto giuridico dell'azienda, in concomitanza o no con i debiti, assume un significato fondamentale per la determinazione contabile, vale a dire per addivenire alla nozione di capitale di bilancio o di funzionamento.

Le considerazioni generali sul concetto di capitale d'azienda si riferiscono principalmente alla configurazione del capitale di funzionamento (quello impiegato nell'esercizio)¹³; in particolare valgano le considerazioni già illustrate per il reddito d'esercizio e cioè che il processo di formazione del reddito e di modifica del capitale deve essere inteso in un unico senso: «dal fluire dei frutti al costituirsi del capitale» (ZAPPA, 1950, p. 81). La presenza di un capitale non deve essere concepita come una forza produttiva preesistente o come uno strumento di produzione materiale o tecnica, «in senso economico generale il capitale è prodotto dal reddito; ... non il reddito dal capitale» (ZAPPA, 1950, p. 82).

Gli elementi patrimoniali, da soli, non possono dare origine alla formazione del reddito. Tanto più ciò è vero se si presuppone, in via del tutto irrealistica, che ciascun elemento del capitale (considerato indipendentemente dagli altri) possa, da solo, essere fonte autonoma di particolari componenti di reddito. In altri termini gli elementi attivi e passivi del capitale sono avvinti da relazioni di complementarità, si tratta di «una coordina-

¹³ Si tenga conto che esistono configurazioni del capitale in fase di liquidazione (volontaria o coatta) e in tutte le altre circostanze denominate «gestioni straordinarie» (fusioni, scissioni, trasformazioni, ecc.).

zione di fattori complementari del processo tecnico economico reddituale» (AMADUZZI, 1978, p. 93).

Il capitale di funzionamento, nonostante l'aggettivo, può essere rappresentato in forma solamente statica, gli stock di varia natura possono essere interpretati in chiave dinamica utilizzando le argomentazioni relative agli andamenti (variazioni/flussi) economici e finanziari. Di seguito si continua con l'Applicazione del *sub* 10.2.2.

Applicazione (segue)

La variazione del denaro in cassa e banca può essere determinata a partire dallo stock iniziale (54), sommando gli afflussi di denaro per vendita di prodotti con incasso in contanti (1.080) e sottraendo i deflussi determinati dal pagamento in contanti per l'acquisizione/utilizzo dei fattori correnti esterni (714) e del fattore lavoro (300). Fra le cause di deflusso rientra anche il pagamento degli oneri finanziari sui mutui (30).

Per quanto riguarda gli altri valori patrimoniali, si nota un incremento delle rimanenze prodotti finiti pari allo stock iniziale (76) e alla variazione di periodo (84) ed una riduzione del costo sospeso del macchinario per effetto dell'ammortamento (50).

Sul fronte dei finanziamenti si riscontra un aumento dei debiti per TFR pari all'accantonamento di periodo (10) ed un incremento del capitale proprio per effetto del risultato positivo dell'esercizio n (60).

L'incremento del capitale proprio è temporaneo in quanto nel corso dell'esercizio $n + 1$ si procederà alla distribuzione di utili degli esercizi precedenti ai proprietari per un valore pari a 66 con pagamento in contanti. Ciò comporta un deflusso di denaro ed una corrispondente riduzione del capitale proprio.

Per effetto delle operazioni di gestione dell'esercizio n e delle indicazioni presenti nei riquadri, la situazione patrimoniale al 31/12/ n può essere rappresentata come di seguito:

Tavola del capitale di funzionamento al 31/12/ n

Investimenti		Finanziamenti	
Liquidità immediata	90	Debiti di funzionamento	200
Denaro in cassa e banca	90	Debiti verso fornitori	170
Crediti di funzionamento	276	Debiti v/dipendenti per TFR	30
Crediti verso clienti	276	Debiti di finanziamento	400
Costi sospesi	600	Mutuo passivo	400
Rimanenze di materie	40	Capitale proprio	366
Rimanenze di prodotti	160	Capitale d'apporto	200
Macchinario	400	Utili periodi precedenti	106
		Utile esercizio n	60
Totale investimenti	966	Totale finanziamenti	966

10.3.2. L'equazione del capitale

L'equazione del capitale collega gli aspetti finanziari con quelli economici della gestione, così come collega la produzione ai finanziamenti.

Accoglie, quindi, elementi economici ed elementi finanziari. Mentre i componenti dell'equazione economica sono i costi e i ricavi, il capitale di funzionamento (e l'equazione che lo rappresenta) è costituito da valori numerari-finanziari e da valori economici; questi ultimi sono i costi e i ricavi sospesi, vale a dire valori relativi a fattori della produzione ancora da far partecipare ai successivi cicli produttivi e di prodotti da collocare sul mercato. In tutti i casi, si tratta di elementi che determinano prospettive di reddito di un'azienda in funzionamento.

Secondo l'impostazione tradizionale (già indicata al *sub* 9.4.), l'equazione del capitale di funzionamento può essere così rappresentata:

$$A = P + N$$

Le Attività (*A*) sono i componenti positivi del capitale di funzionamento e rappresentano i mezzi a disposizione:

- le *attività finanziarie*: fattore generico denaro in attesa di essere investito e crediti in attesa di essere incassati;
- le *attività economiche*: costi sospesi (costi di acquisizione meno costi di utilizzazione). Si tratta di fattori acquisiti e non del tutto utilizzati: di tipo materiale e immateriale; di consumo e strumentali; si tratta anche di prodotti non ancora venduti.

Le Passività (*P*) sono i componenti negativi del capitale di funzionamento e rappresentano le diverse categorie di debito e, in via residuale, di ricavi già conseguiti da ripartire nel tempo:

- le *passività finanziarie*: debiti di varia natura e durata verso terzi;
- le *passività economiche*: ricavi sospesi che rappresentano rimanenze di natura contabile.

Il capitale Netto (*N*) rispetto al capitale di funzionamento rappresenta la relazione logico-matematica ($A - P$), una differenza tra valori.

Il capitale netto può coincidere con il capitale proprio (l'apporto monetario o in natura del soggetto proprietario) solo se l'equazione del capitale di funzionamento è quella relativa al primo periodo di vita aziendale o se, nei periodi successivi, non ci sono stati accrescimenti del capitale ad opera della gestione (ad esempio gli utili non distribuiti) o se non ci sono state operazioni extra-gestione relative, ad esempio, a rivalutazioni del capitale nella parte delle Attività.

Il capitale Netto, come parte del capitale di funzionamento, sussiste-

rebbe ancora nel caso particolare in cui le Passività siano nulle ($P = 0$), si avrebbe un capitale Netto pari alle Attività ($A = N$) cioè al capitale lordo.

Il capitale Netto potrebbe annullarsi ($N = 0$) mancando qualsiasi tipo di conferimento da parte della proprietà, le Attività risulterebbero pari alle Passività ($A = P$), ovviamente alle stesse condizioni di cui si discuteva in merito alla coincidenza, o meno, tra capitale Netto e capitale Proprio.

Verrebbe meno la nozione di capitale Netto se la differenza tra Attività e Passività assumesse segno negativo ($A - P < 0$); in questo caso il valore dei componenti negativi del capitale di funzionamento supererebbe il valore dei componenti positivi verificandosi così un *deficit patrimoniale*: i beni presenti se liquidati non sarebbero sufficienti a coprire la massa debitoria.

Tenendo conto delle osservazioni di analisi appena sopra esposte, si ripropone lo stato patrimoniale dell'Applicazione presentato alla fine del paragrafo precedente, con le ridenominazioni degli stock del patrimonio distinti in Attività, Passività e Capitale Netto.

Tavola del capitale di funzionamento al 31/12/n

Attività		Passività e Netto	
<i>Attività non finanziarie (economiche)= Costi sospesi (fattori e prodotti)</i>		<i>Capitale netto</i>	
Attività pluriennali (materiali/immateriali)	400	Quote di capitale proprio	200
Attività correnti (beni/servizi)	200	Accantonamenti di utili	100
		<i>Passività non finanziarie</i>	
		Ricavi sospesi	0
<i>Attività finanziarie</i>		<i>Passività finanziarie</i>	
Crediti di regolamento	276	Debiti di regolamento	600
Denaro	24		
Totale attività	900	Totale passività e netto	900

L'eterogenea composizione del capitale di funzionamento è l'immagine sintetica, di tipo quantitativo, della complessità aziendale nei suoi aspetti economici, patrimoniali e finanziari. L'aspetto più rappresentativo, nella tavola del capitale di funzionamento, ad una certa data, è quello degli stock patrimoniali.

Per una lettura dinamica dell'aspetto economico è necessario accostare alla tavola del capitale (o equazione patrimoniale) la tavola del reddito (o equazione economica) e per una lettura dinamica dell'aspetto finanziario è necessario accostare alla tavola del capitale quella del rendiconto

finanziario (la tavola sintetica che accoglie i movimenti dei componenti il capitale, sempre nell'intervallo considerato, dopo aver scelto la grandezza di cui si vuole conoscere la variazione: la cassa, il capitale circolante netto, ecc.).

Le caratteristiche dei componenti del capitale di funzionamento, in particolare dei mezzi economici di cui l'azienda si avvale per realizzare il processo tecnico-economico della produzione, sono principalmente due:

- strumentalità;
- complementarità-coordinazione.

La *strumentalità* va intesa come relazione di utilità tra il bene e la produzione, in senso tecnico (produttività fisica) e in senso economico (produttività di reddito). Tale carattere risulta valido tanto per il fattore generico denaro (fungibile per acquistare i fattori della produzione) che per i fattori specifici (materiali ed immateriali).

La *complementarità* degli elementi che compongono il capitale di funzionamento indica le relazioni di coordinazione che devono sussistere tra essi. Ciascun fattore produce un'utilità supplementare a patto che risulti funzionale il suo collegamento con tutti i restanti elementi che partecipano alla combinazione aziendale (sinergia o processo olistico). Ovviamente il nesso di complementarità può esistere solo se l'azienda è in funzionamento ed è volta alla produzione. Se la si realizza determina un valore maggiore del capitale unitariamente inteso rispetto alla somma delle singole utilità di ciascun elemento componente.

L'individuazione dei componenti il capitale di funzionamento permette di esaminarlo dal punto di vista qualitativo, cioè considerare la specie di beni che costituiscono le attività ed anche la specie dei debiti che costituiscono le passività. Inoltre, si potranno determinare anche le parti qualitative, o ideali, che compongono il capitale netto.

Un'osservazione che invece non è possibile fare è quella di distinguere quali beni stiano a fronte dei debiti e quali a fronte del capitale netto, cioè mentre è assiomatica l'uguaglianza tra il totale delle attività e il totale delle passività e il netto, non esiste coincidenza o corrispondenza fra le parti ¹⁴. A meno che il collegamento e la rappresentazione delle attività, delle passività e del capitale netto non siano «organizzati» in maniera di-

¹⁴ Solo in un caso è possibile l'automatica corrispondenza dei valori: al momento dell'istituzione dell'azienda. Caramiello definisce tale corrispondenza «condizione di reversibilità» dei valori: «... valori reversibili quando, invertendo il senso delle operazioni che li hanno determinati, si può ripristinare, senza perdita alcuna, la posizione precedente alle operazioni stesse ...» [CARAMIELLO, 1993, p. 93].

versa, come più avanti si esporrà, per avere un utile strumento di analisi della composizione dell'equilibrio patrimoniale.

L'equazione patrimoniale può, infatti, essere impostata in altro modo, così gli elementi che la compongono sono diversamente osservati, interpretati e rappresentati.

Il diffondersi di problematiche operative, l'influsso della dottrina dell'*Accounting* anglosassone, la ricerca di un efficiente controllo finanziario basato anche sulla contabilità generale, hanno inciso sul modo di concepire e rappresentare il capitale di funzionamento (si veda *sub* 9.3.). Esso può essere analizzato come l'insieme delle «fonti» di finanziamento da cui attingere i mezzi necessari (la provenienza formalmente espressa dai rapporti giuridici che si stabiliscono tra azienda e finanziatori) per realizzare le operazioni di impiego e, specularmente, come hanno trovato collocazione quei mezzi, cioè il capitale come insieme degli «impieghi».

I concetti di fonti ed impieghi non sono nuovi dato che in tutto il testo sono stati ampiamente utilizzati. Infatti, si tratta di applicare un approccio «finanziario» al capitale di funzionamento, così da poter realizzare analisi di vario tipo, principalmente analisi economico-finanziarie legate alle problematiche di elasticità/rigidità degli investimenti e alla capacità dell'azienda di finanziarsi.

L'equazione patrimoniale può, quindi, essere formulata **anche** nel seguente modo (oltre a quello che lega Attività, Passività e Netto):

$$I = F$$

Il totale degli Impieghi (I), altresì denominabile come *capitale investito*, uguaglia il totale delle Fonti (F), altresì denominabile come *capitale di finanziamento*.

$$C_i = C_f$$

Data l'uguaglianza dell'equazione, che deve assiomaticamente sussistere, il capitale di funzionamento sarà rappresentato da due facce:

– l'aspetto «astratto», dato dalle fonti di finanziamento che possono essere definite come la *provenienza* dei mezzi finanziari. In relazione a ciò si possono individuare i soggetti dai quali l'azienda può trarre il capitale di finanziamento. Sono persone fisiche, o giuridiche, che vantano diritti per avere conferito all'azienda le risorse finanziarie (principalmente denaro) e non fa differenza che siano terzi esterni all'azienda (finanziatori in senso stretto) o proprietari dell'azienda (portatori di capitale proprio);

– l'aspetto «concreto», dato dagli impieghi che possono essere definiti

come la *destinazione* dei mezzi finanziari. Si tratta di capire come le fonti che sono state apportate all'azienda hanno trovato collocazione: ancora in forma di mezzi monetari ovvero in fattori produttivi specifici se è già avvenuto l'investimento.

Volendo operare un collegamento con l'equilibrio finanziario si ricorda che l'equazione del fabbisogno di finanziamento è stata definita anche come l'equazione del capitale d'impianto (*sub* 3.2.4.). In effetti, essa esprime l'uguaglianza tra investimenti e finanziamenti anche se in maniera parziale nel senso che, considerando i ricavi già incassati e i costi già pagati, elimina il problema della liquidità e delle rimanenze di magazzino. Ricordando anche che «v» può assumere valori minori, uguali e maggiori di uno, gli impieghi nei fattori produttivi possono essere caratterizzati in base al tempo di rientro nei cicli monetari di un anno.

Convenzionalmente si è soliti definire gli impieghi *a breve* quelli che hanno una velocità maggiore/uguale ad uno e cioè che hanno uno o più di un rientro nell'anno; ovviamente sono impieghi *a non breve* (medio o lungo termine) quelli che hanno una velocità minore di uno.

Corrispondentemente è pensabile poter ripartire le fonti, *a breve* se i mezzi finanziari ottenuti devono essere rimborsati entro il periodo di riferimento (l'anno) e fonti *a non breve* se i tempi di rimborso sono più lunghi (superiori all'anno).

Tale classificazione consente di poter parzialmente rimuovere l'impossibilità di trovare una corrispondenza "orizzontale" tra passivo, netto ed attivo. In dottrina si è sempre sostenuto che la gestione aziendale combina le operazioni con correlazioni di causa ed effetto e di concausa ed effetto molteplice; quindi, la corrispondenza tra un'operazione di investimento ed una di finanziamento non è da accogliere: dall'indistinta massa monetaria formatasi dall'insieme delle operazioni di finanziamento si attinge per realizzare le diverse acquisizioni di fattori della produzione che vanno poi combinati.

Tuttavia, la composizione del capitale investito in *impieghi a breve* (capitale circolante) ed *impieghi a non breve* (capitale fisso) e del capitale di finanziamento in *fonti a breve* e *fonti a non breve* può consentire un controllo dell'equilibrio patrimoniale e finanziario dell'azienda con alcune indicazioni che verranno esposte al paragrafo che segue.

10.3.3. L'equilibrio tra impieghi e fonti: le leve patrimoniali

Con l'approccio «impieghi/fonti», la rappresentazione dell'equilibrio patrimoniale si semplifica mostrando come il capitale è affluito in azienda e

quindi come è stato impiegato, cioè i mezzi che lo caratterizzano. Tuttavia, per non perdere anche i vantaggi dell'approccio tradizionale, che osserva il capitale nella sua essenza, ci si pone nell'ottica di considerare anche gli impieghi e le fonti in base alla loro natura.

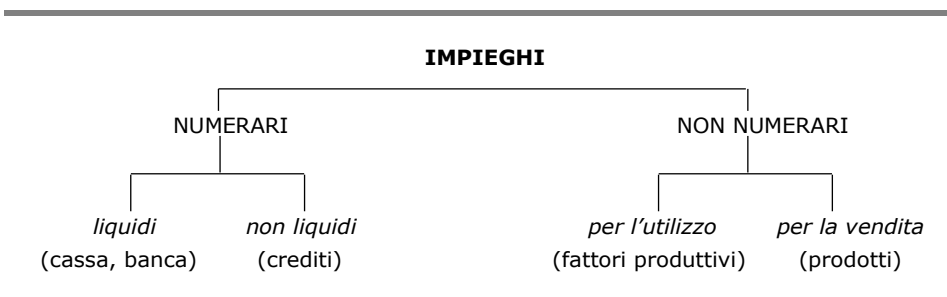
Gli impieghi del capitale aziendale secondo la natura degli elementi che li compongono si distinguono in [CARAMIELLO, 1994, p. 19]:

- impieghi monetari (o numerari);
- impieghi non monetari (o non numerari) ¹⁵.

Si è già detto come nel momento dell'istituzione aziendale gli impieghi siano formati, salvo rare eccezioni, da elementi monetari (disponibili in cassa o nel conto bancario).

Successivamente, si viene a formare la seconda categoria di impieghi in quanto si realizzano gli investimenti per la produzione attivando i *cicli operativi*.

All'interno del *ciclo operativo* è collocato quello della *trasformazione* tecnica dal quale emergono i prodotti, da considerare ancora come impieghi fino a quando non si compie il *ciclo economico*, cioè fino a quando non si verifica il ricavo tramite l'operazione di vendita. Se la vendita non è in contanti l'impiego da non numerario diverrà numerario a conclusione del *ciclo operativo* con l'incasso dei crediti, i quali però, in quanto sostitutivi del denaro, possono essere ad esso assimilati e considerati impieghi monetari (o numerari).



Le fonti del capitale aziendale ¹⁶, secondo la natura della provenienza

¹⁵ Si precisa che gli impieghi economici sono tutti i costi di acquisto, nella trattazione ci si riferisce a costi di acquisto di fattori produttivi non ancora completamente utilizzati (quindi costi sospesi) e non a quelli presenti nella formazione del reddito (i costi d'acquisto che confluiscono nel conto economico).

¹⁶ Si precisa che le fonti interne, quelle economiche non possono comporre il capitale di funzionamento dato che sono i ricavi di vendita e confluiscono nella formazione del reddito. Nella trattazione ci si riferisce alle fonti esterne e quindi finanziarie.

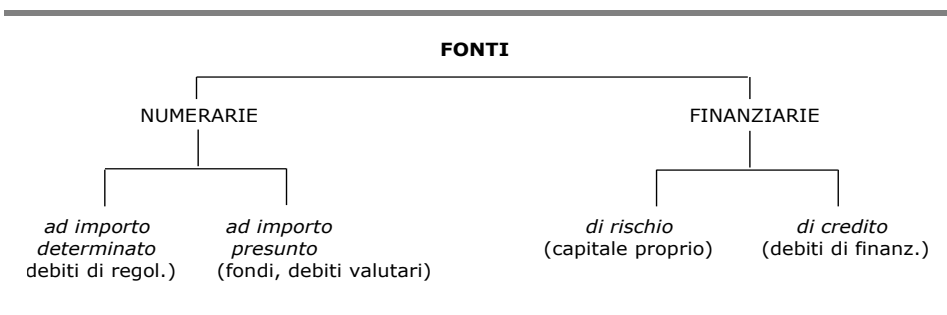
dei mezzi finanziari che le compongono, si distinguono in:

- *fonti finanziarie* di rischio (mezzi propri);
- *fonti finanziarie* di credito (mezzi di terzi).

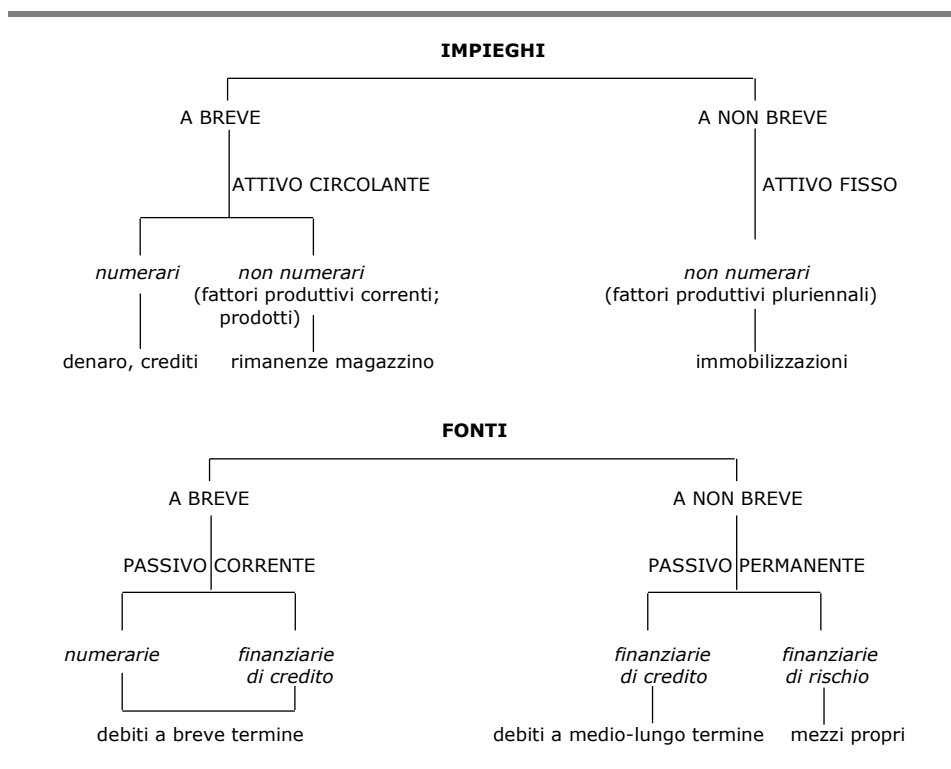
Si tratta di debiti di finanziamento in quanto il ciclo evidenzia movimenti relativi al solo denaro che, inizialmente, entra in azienda per essere impiegato e poi «deve» essere rimborsato (sicuramente il capitale di credito, eventualmente il capitale proprio) e «deve» essere corrisposto per esso un adeguato compenso (interessi passivi, eventuali distribuzioni di utili).

Considerando il *ciclo operativo* per l'analisi della velocità di rientro dei fattori produttivi, si era giunti alla conclusione che poteva risultare più opportuno considerare il *ciclo monetario* in quanto la possibilità di differire nel tempo il pagamento dei fattori produttivi consentiva una forma indiretta di finanziamento, riducendo il ricorso ai finanziamenti veri e propri. Infatti, i debiti di regolamento, quelli nei confronti dei fornitori di beni e servizi, nascono dalle operazioni di impiego e quindi hanno natura diversa dai debiti di finanziamento; tuttavia, possono essere considerati ugualmente fonti e denominarle numerarie.

A seconda della possibilità di determinare con certezza l'importo dei debiti di regolamento, le *fonti numerarie* possono essere distinte: ad importo determinato (posizioni definite), ad importo indeterminato (posizioni in corso di definizione come, ad esempio, i debiti esteri, i debiti fiscali e simili).



Combinando tale classificazione, per natura, con quella precedentemente espressa (tempo di rientro degli impieghi dalla forma non numeraria a quella liquida), andremo a scegliere il tempo di estinzione dei debiti per le fonti, ottenendo così:



La rappresentazione, nel prospetto dei valori economico-finanziari di periodo (lo stato patrimoniale), degli elementi componenti il capitale di funzionamento è la seguente:

Tavola del capitale di funzionamento in classificazione «finanziaria» (liquidità/esigibilità crescente)

Investimenti		Finanziamenti	
Immobilizzazioni	400	Mezzi propri	300
materiali			
immateriali			
Rimanenze di magazzino	200	Debiti a medio-lungo termine	430
Crediti a breve termine	276	Debiti a breve termine	170
Denaro	24		
Totale	900	Totale	900

La composizione/correlazione tra le categorie indicate può essere di due tipi:

- verticale: si ricerca il grado di elasticità (rigidità) del capitale investito e il grado di autonomia (indebitamento) del capitale finanziario;
- orizzontale: si ricerca un equilibrio tra fabbisogni e mezzi di copertura, dal punto di vista dell'armonizzazione delle rispettive durate.

Si rinvia al 10.5.5. per le considerazioni in merito alle condizioni di *elasticità* e *solidità* del capitale, per analizzare di seguito gli aspetti di correlazione tra impieghi/fonti, in parte già esaminati nell'ambito dell'equilibrio finanziario come armonizzazione delle entrate e delle uscite. Infatti, l'obiettivo è quello di *sincronizzare il tempo di scadenza delle fonti con il tempo di rientro degli impieghi* al fine di attenuare il divario temporale che si stabilisce, frequentemente, tra gli andamenti economici e gli andamenti monetari.

Si è ormai soliti affermare che *l'attivo fisso dovrebbe essere finanziato prevalentemente con i mezzi propri e con i debiti a medio-lungo termine* [CARAMIELLO, 1994, p. 296]. Se così non fosse l'impiego nei fattori produttivi pluriennali rientrerebbe, tramite i ricavi, in un tempo superiore all'anno e, quindi, se il suo finanziamento avesse scadenza minore l'azienda si troverebbe nell'impossibilità di far fronte alle proprie obbligazioni. Si andrebbe incontro a una deficienza patologica di liquidità che, a suo tempo, abbiamo definito come *punta finanziaria*.

Per un quadro d'insieme della situazione patrimoniale e per meglio comprendere le correlazioni impieghi/fonti, si è soliti rappresentarla in istogrammi che derivano dalla percentualizzazione della tavola del capitale di funzionamento.

IMPIEGHI	FONTI	
ATTIVO FISSO 400 (44%)	MEZZI PROPRI 300 (33%)	
ATTIVO CIRCOLANTE 500 (56%)	PASSIVO CONSOLIDATO 430 (48%)	margine di struttura
	PASSIVO CORRENTE 170 (19%)	
CAPITALE INVESTITO 900 (100%)	CAPITALE DI FINANZIAMENTO 900 (100%)	

In tale ottica risulta utile calcolare il *margin* di struttura. Si tratta della differenza tra le fonti non a breve (permanenti) e gli impieghi non a breve (fissi) e si denomina «strutturale» in quanto fa riferimento agli impieghi che connotano la base fissa aziendale. In particolare, se si considerano sia le fonti legate alle sorti aziendali che i debiti a medio-lungo termine, si avrà:

$$\text{Margine di struttura} = (\text{Mezzi propri} + \text{Passivo consolidato}) - \text{Attivo fisso}$$

È naturale convenire, stante il principio del finanziamento dell'attivo fisso, che un margine di struttura negativo è assolutamente da scartare dato che, la presenza del passivo corrente per finanziare le immobilizzazioni, comporta una situazione di illiquidità pericolosa in quanto difficile da fronteggiare.

Accanto al margine di struttura si può calcolare il *quoziente di struttura* che, pur avendo lo stesso obiettivo d'analisi e utilizzando gli stessi valori, consente di esprimere in termini relativi (più utili per le comparazioni) la capacità, o meno, di finanziare la struttura aziendale con fonti durevoli.

$$\text{Quoziente di struttura} = \frac{\text{Capitale proprio} + \text{Passivo consolidato}}{\text{Attivo fisso}}$$

Sicuramente da preferire l'ipotesi del margine di struttura positivo (il quoziente maggiore di uno) anche se va interpretata l'entità del margine che non può essere troppo bassa, pena la tranquillità dei flussi di liquidità, e nemmeno troppo alta.

Sempre utilizzando il solito esempio, il margine di struttura è positivo ($330 = 730 - 400$) e il quoziente di struttura è maggiore di uno (1,8).

In altri termini, per stabilire l'«altezza» del margine di struttura, o quanto maggiore di uno debba essere il quoziente di struttura, è necessario ricercare la migliore combinazione tra liquidità/economicità: il passivo permanente dovrebbe essere tale da finanziare completamente l'attivo fisso e da lasciare un margine per il finanziamento della parte «fissa» dell'attivo circolante (rappresentata soprattutto dal magazzino limitatamente alla sua veste di scorta vincolata e dai crediti meno prontamente incassabili).

Sempre nell'ambito delle analisi di correlazione impieghi/fonti, si sostiene anche che *l'attivo circolante dovrebbe essere finanziato prevalentemente*

mente con il passivo a breve termine [CARAMIELLO, 1994, p. 297]. In caso contrario si verificherebbe una liquidità fittizia, cioè una disponibilità patologica di liquidità che sappiamo essere una *stasi finanziaria*. L'impiego nei fattori produttivi correnti rientra, tramite i ricavi, in un tempo inferiore all'anno e, quindi, se il suo finanziamento avesse scadenza maggiore l'azienda si troverebbe con le disponibilità monetarie del finanziamento stesso più quelle dei ricavi delle vendite.

Per verificare come è stato finanziato l'attivo circolante è possibile calcolare il *marginale di disponibilità*¹⁷ e il *quoziente di disponibilità*.

$$\text{Margine di disponibilità} = \text{Attivo circolante} - \text{Passività correnti}$$

$$\text{Quoziente di disponibilità} = \frac{\text{Attivo circolante}}{\text{Passivo corrente}}$$

Il margine di disponibilità ha lo stesso valore e lo stesso segno del margine di struttura (330 nell'esempio derivante da 500 – 170). Le considerazioni che se ne possono trarre sono dunque simili, con la puntualizzazione che si preferisce utilizzare il margine e il quoziente di disponibilità se l'analisi è focalizzata sulla gestione corrente, oppure se c'è già stata una preliminare verifica della prevalenza dell'elasticità degli impieghi.

Infine, l'analisi della sincronizzazione delle durate delle fonti e degli impieghi dovrebbe tener conto «che il normale avvicendamento dei crediti a breve termine, aumentato della liquidità vera e propria dovrebbe essere in grado di fronteggiare il pagamento dei debiti a breve termine» [CARAMIELLO, 1994, p. 297]. In caso contrario si verificherebbe una punta finanziaria tale da comportare uno smobilizzo antifunzionale dell'attivo circolante (se non addirittura fisso) oppure un ricorso antifunzionale ad una fonte di copertura. Ciò è quanto è stato esposto al *sub* 10.3.4. a proposito della condizione di liquidità necessaria per la verifica dell'equilibrio finanziario. Per i commenti al margine di tesoreria e ai quozienti di liquidità si rinvia pertanto alle suddette parti.

¹⁷ Tale margine può essere noto con termini diversi (spesso perché è diverso l'obiettivo dell'analisi) come ad esempio «attivo circolante netto», «capitale circolante netto», «net working capital», «net current assets».

10.3.4. I caratteri dell'equilibrio patrimoniale: statico, durevole ed immediato

L'equilibrio patrimoniale aziendale è una condizione che deriva dall'equilibrio economico e dall'equilibrio finanziario.

Nell'equilibrio patrimoniale si ritrovano le conseguenze delle operazioni e dei processi che hanno dato corso al fluire della gestione. Conseguenze che vengono fissate come in una fotografia priva di movimenti, sebbene se ne possano cogliere quelli passati e quelli che verranno.

È in questo senso che l'equilibrio patrimoniale ha la caratteristica di essere *statico*: l'immagine fissa dell'azienda in un dato istante.

È come se, volendo fare un paragone rimanendo nell'ambito aziendale, si analizzasse la struttura organizzativa dell'azienda consapevoli che l'aspetto statico con cui la si rappresenta (organigramma) è solo una semplificazione momentanea rispetto alle altre variabili organizzative (i meccanismi operativi e lo stile direzionale) che la animano.

La «struttura» patrimoniale, quindi, accoglie le grandezze che si sono formate attraverso l'avvicendamento dei costi e dei ricavi, delle uscite e delle entrate e le rappresenta in un dato istante, che può essere l'inizio o la fine dell'intervallo di tempo prescelto per individuare il risultato della gestione.

Rispetto al *tempo* non ha quindi molto senso cercare di capire se l'equilibrio patrimoniale debba essere durevole (come quello economico) od immediato (come quello finanziario).

L'equilibrio patrimoniale mostrerà situazioni di equilibrio/squilibrio che, in un preciso momento, gli *stock* di grandezze economiche e finanziarie si sono portate dietro. Quindi, se il capitale di funzionamento è presupposto e conseguenza del formarsi del reddito, anche nei suoi aspetti monetari-finanziari, varranno per esso le condizioni di dover essere *durevole*, per consentire alla gestione di continuare ad utilizzare impieghi e fonti idonei al perseguimento dell'equilibrio economico, e di dover essere *immediato*, per consentire di utilizzare in modo appropriato le risorse finanziarie.

Come è stato più sopra scritto, le analisi che possono essere realizzate sulla tavola del capitale devono essere completate con quelle che si predispongono per i valori di costo e ricavo nella tavola economica e per i flussi di entrate e di uscite finanziarie nel rendiconto finanziario.

Il legame più importante, che fa da tramite tra l'equazione economica e l'equazione patrimoniale, è il reddito.

Sebbene nell'equazione patrimoniale il reddito non assume la veste d'incognita, è comunque la grandezza che «qualifica» e «modifica» il capitale che ha funzionato nella gestione, accrescendolo o diminuendolo (variazione endogena).

In particolare, se il reddito positivo è in tutto o in parte «trattenuto» in azienda, si viene a formare un risparmio, una forma di «produzione» interna del capitale che potrà essere utilizzata per sostenere gli investimenti futuri (l'autofinanziamento in senso stretto di cui al *sub* 3.1.3.).

Si verifica così un accrescimento del capitale di rischio che, da un punto di vista economico-patrimoniale, amplia e rinforza la solidità dell'impresa a fronte dei molteplici rischi cui può andare incontro e, da un punto di vista finanziario consente, per via dell'autofinanziamento prodotto, di ridurre l'indebitamento o di porre le migliori condizioni per attrarre i più convenienti finanziamenti di terzi.

Su tale problematica si tornerà a proposito della condizione di *solidità* al paragrafo successivo.

10.3.5. Le condizioni di elasticità e solidità

Si è soliti affermare che una condizione che favorisce l'equilibrio economico sia l'elasticità della gestione.

Si può convenire che, in senso ampio, ciò può significare che l'azienda mostra una generale capacità di adattarsi convenientemente, con facilità e in tempi brevi alle mutevoli condizioni dell'ambiente.

In senso più stretto, si potrebbe sostenere che l'elasticità della gestione può essere condizione che si verifica se l'azienda mostra una discreta facilità di sostituire vecchi, meglio «superati», fattori produttivi con altri nuovi e ciò soprattutto con riferimento ai fattori produttivi che, per natura, sono quelli che influiscono maggiormente sul grado di rigidità: i fattori pluriennali.

Certamente non si può non tener conto che sulla rigidità/elasticità aziendale incidono anche costi non strutturali, come ad esempio quelli per l'acquisizione del fattore lavoro che presenta delle rigidità intrinseche tanto da risultare, spesso, elemento di vincolo del sistema e a cui si è cercato, e si cerca, di dare soluzioni variegate.

È, inoltre, scontato ribadire che la rigidità/elasticità variano da un settore di attività all'altro, da azienda ad azienda, da momento a momento e che i rischi che ne conseguono vengono anche diversamente risolti.

Un aiuto per stabilire quanto il capitale investito nella combinazione aziendale mostri i tratti della rigidità e dell'elasticità proviene dagli indici di composizione degli impieghi, espressi come valori percentuali derivanti dal rapporto dei singoli investimenti ed il totale degli investimenti.

L'interpretazione della rigidità, o elasticità, di un'azienda deve poter servire a stabilire se la combinazione, investimenti «fissi» e investimenti «circolanti», risulti essere funzionale o antifunzionale e quale il livello oltre, o entro, il quale si verifica il passaggio dalla rigidità funzionale alla rigidità antifunzionale.

$$\text{Quoziente di rigidità/elasticità degli impieghi} = \frac{\text{Attivo fisso}}{\text{Attivo circolante}}; \frac{\text{Attivo circolante}}{\text{Attivo fisso}}$$

Non esistono standard validi in assoluto e quindi l'analisi dovrà tener conto del contesto complessivo per arrivare a sancire posizioni di rigidità/elasticità equilibrate o meno. Per un quadro d'insieme della situazione patrimoniale sul versante degli impieghi, si è soliti rappresentarla in istogrammi che derivano dalla percentualizzazione della tavola del capitale dal lato degli impieghi ed evidenziano la loro composizione complessiva.

Si è soliti affermare che un'altra condizione che favorisce l'equilibrio economico sia un *contenuto livello d'indebitamento*, tale da ridurre il peso degli oneri finanziari. Ma che indebitarsi non sia una scelta di gestione negativa in assoluto lo si è constatato analizzando il *leverage* a proposito delle leve finanziarie (*sub* 3.2.2 e 10.3.4.).

Per la composizione delle fonti va stabilito il loro peso rispetto al capitale di finanziamento complessivo, si tratta di aspetti già trattati a proposito del carattere dell'*autonomia finanziaria* (*sub* 3.2.2. e 10.3.5.) e alle cui considerazioni generali rinviamo.

Le domande alle quali si tenta di rispondere mediante la costruzione degli indici indicati ed anche con quelli che rapportano direttamente le diverse classi di fonti, riguardano la funzionalità, o meno, del tipo e dell'entità di indebitamento maturato.

$$\text{Quoziente di autonomia finanziaria} = \frac{\text{Capitale proprio}}{\text{Passivo}}$$

$$\text{Quoziente d'indebitamento} = \frac{\text{Passivo}}{\text{Capitale proprio}}$$

Anche in questo caso non esistono standard validi in assoluto e quindi l'analisi dovrà tener conto del contesto complessivo per arrivare a sancire posizioni di indebitamento e di autonomia equilibrate, o meno. È ovvio che l'eccesso di passività si ripercuote a livello economico sull'incidenza degli oneri finanziari (espliciti ed impliciti), spesso la scelta tra capitale di rischio e capitale di credito tiene conto dell'effetto leva per correlare gli aspetti economici di rendimento di ciascuna fonte.

Le problematiche dell'autonomia finanziaria sono strettamente connesse con quelle della *solidità* del capitale in quanto le domande che si ripropongono sono: quanti e quali debiti contrarre? Quali effettivamente l'azienda è in grado di ottenere? Quanto aumentare i mezzi propri median-

te apporti di capitale di rischio («capitale fresco») e quanti con il «risparmio» (autofinanziamento) prodotto dall'azienda?

Rispondere a queste domande è difficile. La teoria e la pratica operativa non offrono soluzioni univoche, anzi spesso ne esistono di contrastanti.

Quindi, si possono fornire solo indicazioni parziali, da adattare caso per caso, anche perché in questi ambiti subentra una variabile emotiva/comportamentale che è la «propensione al rischio»: un livello di indebitamento che per un imprenditore può essere considerato accettabile non lo è assolutamente per un altro.

Un criterio spesso considerato utile per quantificare la solidità del capitale è quello di simulare la liquidazione aziendale. Si tratta di una fase eccezionale in cui la funzionalità dell'azienda viene meno: l'attività di gestione cessa e l'unica attività da compiere è quella della conversione in moneta del patrimonio aziendale al fine di rimborsare tutti i debiti contratti, giunti a scadenza, nonché di rimborsare il capitale proprio per la parte che residua.

In tale situazione, quella liquidatoria appunto, il valore dei beni che costituiscono il capitale investito cambia, nel senso che devono essere valutati non più in seno alla combinazione aziendale ma come beni a se stanti, per essere autonomamente venduti. Il valore che ne deriva è sicuramente più basso (salvo rare eccezioni e per beni particolari) di quello ad essi assegnato quando partecipano alla coordinazione economica, in altre parole viene a mancare il principio olistico.

Se quindi si considerano anche le perdite che deriverebbero dalla liquidazione, per valutare la solidità del capitale dovrebbe potersi verificare quanto segue: l'entità del capitale proprio presente in azienda dovrebbe poter coprire anche le «perdite di liquidazione» (i bassi valori di realizzo) altrimenti, pur con la liquidazione, non si riuscirebbe a rimborsare il capitale di terzi.

Si tratta, ovviamente, di un criterio molto prudentiale per ridurre al minimo i rischi e gli oneri legati all'indebitamento che è poi l'ottica di chi finanzia piuttosto che di chi vuole essere finanziato.

Il soggetto economico aziendale è consapevole che la condizione di solidità patrimoniale è una forma di garanzia per accedere al prestito, ma tiene soprattutto in conto delle capacità reddituali dell'azienda, cioè del rapporto fra costi e ricavi in quanto sono tali capacità a consentire di ragionare in termini di leva finanziaria positiva (per potersi indebitare) se la redditività della gestione caratteristica lo consente.

La solidità, quindi, non è attitudine autonoma del capitale, deriva dalla solidità economica, in particolare, dalle condizioni della redditività caratteristica. È necessario aggiungere che il capitale si consolida se il risultato economico rimane in azienda, cioè se non vi sono distribuzioni di utili e si

realizza l'autofinanziamento.

Quest'ultimo, definito anche «risparmio aziendale» (come esposto al *sub* 3.1.3.), assume una duplice valenza finanziaria: aumentano le fonti dal lato dei mezzi propri (la fonte interna autoprodotta) e si accresce la capacità di mantenere ed attrarre le fonti di terzi (l'azienda si trova nelle migliori condizioni non solo per trattenere i mezzi finanziari già acquisiti, ma anche per attrarne altri con modalità convenienti), quindi se l'impresa mostra una stabilizzata attitudine a risparmiare i propri redditi, l'autofinanziamento è indicatore di solidità economico-patrimoniale.

10.4. Gli equilibri di medio-lungo termine

10.4.1. Le equazioni economiche, i redditi attesi e il capitale economico

L'equilibrio economico, più volte definito come durevole ed evolutivo, può, nel medio-lungo termine, essere pianificato-misurato predisponendo un insieme di equazioni economiche: ciascuna di esse è riferita all'intervallo di tempo tipico o medio (l'equazione di ciascun tempo n è quella di cui si è argomentato al 10.2.1.); tutte quante rappresentano la condizione di equilibrio nell'intervallo medio-lungo.

L'obiettivo è quantificare le ipotesi-obiettivo che emergono da un'attività di pianificazione strategica. Quantificazione che, pur risentendo di tutte le approssimazioni legate alle attività di previsione e programmazione, è importante da realizzare proprio al fine di ipotizzare e pianificare le condizioni di economicità durevole ed evolutiva.

In termini programmatori si fa riferimento ai redditi futuri che sono *redditi attesi* ciascuno distinguibile per gli anni futuri, oppure sintetizzabili in un valore medio [GUATRI, 1987, p. 110]:

- a) *serie* di redditi annuali attesi nel corso di tutta la vita dell'azienda o per un periodo lungo;
- b) *media* dei redditi o *reddito medio normale*.

In entrambi i casi i metodi tecnici di misurazione possono essere molteplici, alternativi o combinati:

1. metodo dei risultati storici;
2. metodo delle proiezioni;
3. metodo dei risultati programmati;
4. metodo dell'innovazione.

Il *metodo dei risultati storici* non è apprezzato dai teorici in quanto, dovendo stabilire le capacità reddituali future, non ritengono corretto basarsi sui redditi che si sono succeduti nelle gestioni passate. Al contrario il metodo viene sostenuto e molto applicato dai pratici che ritengono i risultati storici una base concreta di riferimento che nessuna stima futura può sostituire.

La redditività storica, tuttavia, non può essere utilizzata così come è, risulta più che logico ipotizzare una rielaborazione: che cerchi di eliminare dai risultati del passato i componenti straordinari; che cerchi di eliminare eventuali politiche di bilancio tese a normalizzare i redditi; che cerchi di eliminare «punte» positive o negative della gestione ordinaria che non necessariamente si verificheranno in futuro o potranno farlo in modo diverso.

Il *metodo della proiezione dei risultati storici* è quello che in parte recepisce quanto esposto come critica/suggerimenti per il metodo precedente e poi utilizza algoritmi di calcolo statistico. Infatti, la sua applicazione esige due condizioni:

- a) l'identificazione di alcuni *fattori rilevanti* della gestione corrente, i cui spostamenti possono influenzare notevolmente i risultati attesi;
- b) la possibilità di utilizzare meccanismi di calcolo idonei per quantificare le variazioni dei fattori rilevanti e la loro incidenza sui redditi.

I fattori rilevanti sono diversi da azienda ad azienda, da momento a momento, in genere si possono ricondurre a: il volume di attività (miglioramento/peggioramento dei margini di contribuzione); la produttività (inserimento di nuovi impianti e/o tecniche produttive); il livello dei prezzi di vendita (miglioramento/peggioramento per cambiamenti imposti dall'esterno o possibili dall'interno); il costo dei fattori produttivi (denaro, materie prime, lavoro, ecc.). Ovviamente non sono tutti controllabili e misurabili, sicuramente di più le prime due categorie di fattori meno le seconde due.

Rispetto al metodo precedente è sicuramente questo della proiezione più articolato; tuttavia, i limiti e i rischi cui si andrebbe incontro dipendono dalle ipotesi di variazione dei fattori rilevanti in particolare dalla loro combinazione. Il misto di elementi storici e di attese più o meno fondate determina difficoltà nel distinguere i fatti dalle speranze, le circostanze oggettive dalle variazioni soggettive.

Il *metodo dei risultati programmati* si rende applicabile in quelle aziende dove esistono piani e programmi in forma documentale. I risultati reddituali, presenti nei programmi, possono essere utilizzati in sede di misurazione dell'equilibrio economico di lungo termine? La risposta dipende da come sono stati predisposti i piani e i programmi, in particolare se gli obiettivi fissati possono essere definiti realistici, con un approccio al futuro che non sia di mero incentivo per chi quei piani e programmi deve rea-

lizzare, o troppo ambiziosi tanto da non risultare praticabili.

L'obiezione al metodo, dunque, risiede nella credibilità dei programmi ed è spesso limitata quando le tecniche della loro formulazione sono scarsamente aderenti alla realtà allontanandosi così dalle esigenze valutative di far riferimento ai redditi reali attesi.

Il *metodo dell'innovazione* consiste nell'individuazione delle condizioni di gestione strategica e delle possibili conseguenze sul reddito. Può essere ricondotto al metodo precedente (nella pianificazione può essere dato uno spazio autonomo alle attività innovative), tuttavia può riguardare specificamente: l'adozione di un diverso *mix* di prodotti (anche con l'introduzione di nuovi); l'ampliamento delle quote di mercato; le politiche di prezzo; la ristrutturazione dell'apparato produttivo; il riferimento all'innovazione nel campo della finanza aziendale; ecc.

Si ritiene, in genere, scarsamente attendibile tale metodo in quanto si confondono le speranze future con le previsioni di reddito che può essere ragionevolmente atteso.

Come spesso avviene la scelta del metodo per determinare l'andamento dei redditi futuri di un'azienda può ricadere su una combinazione di quelli sopra esposti al fine di limitare i rischi e i difetti di ciascuno. In particolare, l'aspetto che sicuramente deve essere curato riguarda l'esclusione di previsioni che tengano conto di fenomeni che possano generare andamenti contingenti molto forti, tali da far fluttuare l'entità del reddito in alto ed in basso in maniera rilevante. Per questo è preferibile l'espressione e il concetto sintetico di *reddito medio normale* che può collegarsi meglio al concetto di capitale economico.

Lo scopo della determinazione del *capitale economico* dovrebbe essere quello di disporre di un giudizio complessivo sull'equilibrio economico futuro. Ciò è possibile in quanto il capitale economico è il «prodotto» delle capacità reddituali future dell'azienda.

La determinazione del capitale economico non è mai fine a se stessa ma implica sempre il perseguimento di scopi pratici di tipo particolare:

a) in vista di scambi (*Merger and Acquisition*):

– *cessione aziendale*. L'azienda viene ceduta come complesso od anche in alcuni suoi complessi funzionali minori (rami d'azienda). Il capitale economico è il punto di riferimento (base di partenza e di confronto) per giungere al valore di realizzo (capitale o «prezzo di cessione») ¹⁸;

¹⁸ È improprio parlare di capitale di cessione perché il trasferimento mediante cessione di un'azienda, o di una parte di essa, dà vita a contrattazioni tra le parti (cedente e cessionario) come in un normale atto di negoziazione di beni e quindi, pur in presenza di un valore che è quello espresso dal capitale economico, le parti se ne possono discostare per valutazioni fatte con altri metodi ritenuti più idonei e/o per la diversità della forza contrattuale delle parti.

– *fusioni e scorpori*. L'azienda si fonde con un'altra dando vita ad una nuova azienda oppure si «dividono» alcuni complessi funzionali minori costituendo nuove aziende giuridicamente autonome. Anche in questo caso il capitale economico è il punto di riferimento per il presunto valore di apporto del capitale;

b) in vista di aumenti/diminuzioni del capitale proprio:

- *emissione di nuove azioni con sovrapprezzo*,
- *emissione di obbligazioni convertibili*,
- *incorporazioni di società controllate*,
- *liquidazione di quote dovute ad uno o più soci (per recesso, esclusione, morte)*;

c) in vista di trasformazioni della struttura societaria.

Il *capitale economico* è dunque il valore che si attribuisce al «bene-azienda», prescindendo dai suoi elementi componenti. È quindi un valore complesso che serve a mettere in luce, in maniera sintetica, le potenzialità ed anche le possibilità di sviluppo dell'azienda.

La misurazione del capitale economico serve per giungere ad un *valore unico* e può avvenire tramite l'applicazione di una formula di matematica finanziaria: il calcolo di una rendita perpetua, considerando cioè indefinita la durata dell'azienda¹⁹. L'ipotesi della durata illimitata è accettabile perché difficilmente si fissano i tempi di durata di un'azienda, perché non si riesce a calcolarne la vita e anche per semplicità di calcolo.

La capitalizzazione dei redditi attesi, per ottenere il valore del capitale, avviene ad un tasso diversamente scelto:

$$\text{Capitale economico} = \frac{r}{i}$$

Su come possa essere determinato e scelto r (reddito medio normale, in ogni caso reddito atteso) si è già scritto poco sopra illustrando i vari metodi.

Per quanto riguarda il tasso di capitalizzazione i , diversi sono i procedimenti da scegliere:

- a) criterio del *tasso-opportunità*;
- b) criterio del *costo dei capitali*.

Il *criterio del tasso-opportunità* esprime il punto di vista dell'investitore-capitalista avente mezzi limitati e le cui scelte ricadono sul tasso

¹⁹ In realtà, le possibilità di calcolo potrebbero essere altre: rendita annua posticipata (si potrebbe usare quando la determinazione della vita aziendale è quasi certa); rendita vitalizia (se il calcolo del capitale economico è legato alla persona dell'imprenditore).

che, a parità di rischio, riflette l'investimento più redditizio (o la scelta tra investimenti alternativi a parità di rischio).

Il tasso di capitalizzazione, i , è quindi composto da due tassi: uno che può essere definito come il *saggio di remunerazione di investimenti senza rischio* (che chiameremo i') e un altro che esprime *l'intensità del rischio* d'impresa (che chiameremo i''):

$$i = i' + i''$$

Tralasciando le argomentazioni di chi dibatte sull'inesistenza di investimenti privi di rischio, si è soliti fare riferimento in modo corretto al rendimento percentuale di alcuni tipi di investimento non rischiosi come, ad esempio, i titoli di Stato. Gli unici problemi che possono essere realmente sollevati riguardano le condizioni di instabilità monetaria: se l'inflazione fosse consistente i rendimenti andrebbero calcolati al netto della stessa (rendimenti reali e non nominali). Più precisamente la svalutazione monetaria incide non solo sulla redditività prospettica (rendimenti monetari) ma anche sulla rivalutazione del capitale (guadagni da rivalutazione). Tuttavia, i' non va depurato completamente dall'erosione monetaria in quanto il capitale investito nell'attività d'impresa si sottrae (per la sua particolare composizione) parzialmente al fenomeno inflazionistico (specie nel medio-lungo periodo). Sicuramente più difficile è il calcolo del tasso d'intensità del rischio i'' . Possono essere impostate tre diverse tipologie di valutazioni:

1. *valutazione sintetico-soggettiva*: si rinuncia a cercare di oggettivizzare il calcolo del grado di rischio e si procede ad un apprezzamento soggettivo di chi, per motivazioni diverse sta elaborando il calcolo del capitale economico. Sono ovviamente richieste professionalità, esperienza e, tuttavia, non è possibile applicare alcun riscontro analitico rispetto alle decisioni assunte;
 2. *valutazione quantitativa*: si cerca di rendere obiettivo il calcolo attraverso la costruzione di una serie di indici che dovrebbero tener conto delle principali circostanze dalle quali il rischio aziendale può considerarsi condizionato (sicurezza politica e sociale, classe di attività svolta dall'impresa, situazione patrimoniale, di liquidità, stati giuridici particolari, ecc.). Tuttavia, la loro predisposizione è talmente inficiata da considerazioni soggettive da rendere il procedimento oggettivo nella forma, soggettivo nella sostanza;
 3. *valutazione dedotta dal mercato*: è possibile solo se c'è la conoscenza dei prezzi e della redditività di aziende similari sottoposte a negoziazioni. Si deve trattare di aziende omogenee e i dati indicati non devono essere quelli di Borsa per la limitatezza dei titoli negoziati e la generale incapacità ad esprimere il capitale economico.
-

Il *criterio del costo dei capitali* tiene conto del punto di vista dell'azienda che ha bisogno di approvvigionarsi di capitale proprio. In questo caso i è il costo atteso dei mezzi finanziari aventi il vincolo della proprietà.

Il tasso di capitalizzazione i si basa ugualmente su un calcolo prospettico che, spesso, si serve dell'unico dato disponibile, cioè il costo storico, espressione dei dividendi distribuiti nelle passate gestioni. Tuttavia, oltre ai dividendi corrisposti vanno ugualmente considerati i dividendi futuri, quelli che si pensa di dover erogare per la raccolta di nuovi mezzi a titolo di capitale proprio.

La prospettiva di dividendi da erogare sarà tanto più elevata tanto minore è l'aspettativa che gli investitori ripongono in un rialzo del prezzo dell'azione (guadagno di *capital gains*). Titoli «brillanti» consentono un costo più basso cioè una moderata politica dei dividendi; titoli «deboli» potranno essere collocati solo con una prospettiva di alti dividendi.

Il punto di vista corretto e la semplicità di calcolo non eliminano, al criterio *del costo dei capitali*, limiti e difficoltà di applicazione.

In particolare, $i = \text{dividendi attesi} / \text{prezzo di emissione nuove azioni}$, dovrebbe essere un rapporto da minimizzare, se sussistono le relazioni sopra esposte tra rendimenti e valore dei titoli.

In realtà, il prezzo d'emissione di nuove azioni (solitamente inferiore al valore corrente di quelle vecchie) viene fissato in base ad altre considerazioni, prima fra tutte il mantenimento e il favoreggiamento della vecchia compagine sociale, con intenti diversi e/o ulteriori rispetto ai soli rendimenti. Ne consegue che i così calcolato diviene privo del significato del costo del capitale proprio.

Un ulteriore limite del criterio è che sarebbe applicabile solo per società quotate in un mercato «vitale». Negli altri casi avrebbe scarso valore sostanziale il prezzo di emissione delle nuove azioni.

È anche un criterio inapplicabile per mancanza del numeratore del rapporto nella misura in cui le aziende presentano un arco temporale passato i cui esercizi hanno prodotto perdite e non sono previste prospettive d'inversione di tendenza: qualsiasi previsione di dividendi è incerta se non esclusa.

Sempre al fine di semplificare il calcolo e comunque scegliere un tasso di capitalizzazione significativo, a volte si ricorre al *costo medio di approvvigionamento dei mezzi finanziari*, includendo anche il capitale di credito il cui costo è sicuramente di più facile determinazione (da quando la Banca Centrale Europea fissa il tasso d'interesse è all'Euribor che si fa riferimento), anche se poi va affrontato il problema dell'inflazione che lo riguarda più da vicino.

10.4.2. Le relazioni fra capitale economico, di funzionamento e di liquidazione

La misurazione del reddito e del capitale nel lungo termine, sulla base delle considerazioni proposte per i redditi attesi e per il capitale economico, è decisamente diversa e più complessa rispetto a quella descritta per la misurazione del reddito e del capitale nel breve termine.

E non solo la misurazione, anche gli stessi concetti di reddito e di capitale subiscono dei cambiamenti, specie il capitale. Infatti, il capitale di funzionamento e il capitale economico hanno in comune solo il fatto che riguardano un'azienda in funzionamento e che quindi produce redditi.

C'è dunque da chiedersi in che cosa differiscano e in che rapporto stiano il capitale economico e il capitale di funzionamento.

Secondo il parere dello Zappa che, per primo nelle nostre discipline,

accolse la nozione di capitale-valore derivante, per attualizzazione, da un flusso atteso di redditi, esiste un aperto contrasto, almeno formale, tra capitale economico e capitale di funzionamento. Il primo è un valore unico, il secondo un fondo di valori distinto nei suoi componenti sebbene valutati in modo analitico in un ordine sistematico superiore.

Comunque, lo stesso autore proseguiva la sua analisi osservando che i due tipi di capitale «sostanzialmente si contemperano, s'intrecciano e si integrano» [ZAPPA, 1950, p. 92] perché a lungo andare si evidenzia la necessità di rivalutare il capitale di funzionamento quando, per ragioni contingenti e diverse, si mostra eccessivamente sottovalutato rispetto alla presunta redditività futura dell'impresa. «Nel lungo periodo il capitale di funzionamento deve ritrovare nel capitale economico la pietra di paragone che ne consenta l'appropriata valutazione» [ZAPPA, 1950, p. 93].

Alcuni risvolti pratici del calcolo del capitale economico, a cui si accennava nei paragrafi precedenti, mostrano la «strumentalità» del valore che si ottiene. Si tratta di circostanze in cui l'impresa, pur continuando a funzionare, si trova ad attivare una gestione particolare o «straordinaria» e si ha necessità di valutare l'azienda nel suo complesso.

Il principio-guida, per la valutazione, è sempre di tipo economico-reddituale: esiste un valore del capitale solo se è presente un flusso di redditi attesi. Nei casi specifici di cessione, fusione, incorporazione, scorporo, trasformazione, ecc., si tende ad accompagnare il metodo reddituale di valutazione del complesso aziendale (capitale economico) con criteri di valutazione alternativi e/o complementari: patrimoniali, finanziari, misti (reddituali-patrimoniali).

Per completare il quadro sulle configurazioni di capitale e per meglio comprendere le specificità di quelle già illustrate, va menzionata la configurazione del *capitale di liquidazione*.

Per il *capitale di liquidazione* lo scopo della sua determinazione è la cessazione dell'attività aziendale nella quale si opera il disinvestimento completo del capitale impiegato mediante vendita «a stralcio» dei beni e dei diritti patrimoniali.

Si tratta quindi di una situazione in cui l'azienda cessa di vivere e, a differenza degli altri casi, non c'è una strumentalità nella determinazione del capitale rispetto a quella del reddito, in questo caso c'è una rilevazione a sé stante per il capitale di liquidazione.

Da ciò deriva che i criteri di valutazione non devono tenere conto di un sistema di elementi coordinati e complementari ma semplicemente di un aggregato di valori tra loro disgiunti.

Ciascun componente del capitale (l'ex capitale di funzionamento) viene valutato tenendo conto del suo valore di transazione:

- le attività al valore presunto di realizzo;
- le passività al valore presunto di estinzione.

Sono evidenti le minori difficoltà e il minor grado di soggettività nella valutazione, è lo scambio economico-monetario che conferisce oggettività: le operazioni in entrata per i realizzi e in uscita per le estinzioni.

Va inoltre sottolineato che non tutti i componenti del capitale di funzionamento compaiono nel capitale di liquidazione, mentre possono essere presenti attività realizzabili o passività generate dalla gestione di liquidazione assenti nel capitale di funzionamento.

Chiare, comunque, le differenze tra le tre configurazioni di capitale illustrate, in particolare le relazioni quantitative tra esse mostrano che [FERRERO, 1966, pp. 84-85]:

- in caso di redditi futuri positivi per l'intera vita dell'azienda, il capitale economico è sempre maggiore del capitale di funzionamento (anche rivalutato per essere adeguato alle prospettive reddituali) e il capitale di funzionamento è sempre maggiore del capitale di liquidazione;
- in caso di redditi presunti futuri nulli o negativi, il capitale economico è sempre minore del capitale di liquidazione.

Punti d'attenzione del capitolo 10

- Relazione tra equilibrio economico ed equazione economica.
- Equilibrio economico-reddituale a preventivo e a consuntivo.
- I valori di costo dell'equazione come si scompongono.
- I valori di ricavo come si scompongono.
- L'equazione economica totale a quale porzione della gestione fa riferimento?
- L'equazione economica parziale a quale porzione della gestione fa riferimento?
- Quali sono i ricavi della gestione caratteristica? Quali sono i ricavi della gestione extra-caratteristica? Quali sono i ricavi della gestione non ordinaria?
- Quali sono i costi della gestione caratteristica? Quali sono i costi della gestione extra-caratteristica?
- Quali sono i costi della gestione non ordinaria?
- I costi anticipati e i costi contestuali rispetto a quale grandezza si considerano tali?
- I costi anticipati a quali fattori produttivi si riferiscono?
- Correlazione costi/ricavi.
- Elementi che consentono il passaggio dai ricavi di vendita ai ricavi della produzione ottenuta.
- Elementi che consentono il passaggio dalla produzione ottenuta al valore aggiunto.

- Elementi che consentono il passaggio dal valore aggiunto al margine operativo lordo.
- Elementi che consentono il passaggio dal margine operativo lordo al reddito operativo caratteristico.
- Definizioni "costitutiva" ed "operativa" di reddito d'esercizio.
- I caratteri del reddito d'esercizio.
- Definizione e modalità di calcolo del reddito globale.
- Il reddito d'esercizio positivo è condizione di equilibrio?
- L'utile d'esercizio è anche profitto?
- Oneri figurativi (oneri non espliciti) e costi opportunità, sono la stessa cosa?
- Quante tipologie di oneri figurativi. Quale tipologia è sempre presente?
- Condizione di economicità e correlate condizioni di efficacia e di efficienza.
- Indicatore della redditività aziendale (o del capitale proprio).
- Indicatore della redditività operativa (o del capitale investito).
- Relazione tra equilibrio finanziario ed equazione monetaria.
- Equilibrio finanziario a preventivo e a consuntivo.
- Gli elementi che compongono l'equazione finanziario-monetaria.
- Le cause di tutte le entrate monetarie in azienda.
- Le cause di tutte le uscite monetarie in azienda.
- Stasi finanziarie fisiologiche e patologiche.
- Punte finanziarie fisiologiche e patologiche.
- L'armonia qualitativa, quantitativa e temporale tra le fonti e gli impieghi.
- Margine e indice di tesoreria.
- Indice dell'autonomia finanziaria.
- Relazione tra equilibrio patrimoniale ed equazione patrimoniale.
- Gli elementi che compongono l'equazione patrimoniale.
- La definizione di capitale di funzionamento.
- I caratteri del capitale di funzionamento.
- Il tempo di recupero degli impieghi correlato con il tempo di scadenza delle fonti.
- Grado di elasticità (o rigidità) del capitale investito.
- Grado d'indebitamento (o autonomia) del capitale di finanziamento.
- Correlazione fonti/impieghi: margine di struttura (o margine di disponibilità).
- Il reddito prospettico, l'andamento dei redditi previsti futuri. Relazioni con il reddito d'esercizio.
- Il capitale economico: nozione e caratteri.
- Il capitale economico in relazione con il capitale di funzionamento.
- Il capitale economico in relazione con il capitale di liquidazione.