

L'affidabilità dei dati nelle imprese minori: aspetti della gestione nella dinamica dei flussi finanziari

Mario Pines

SOMMARIO:

Cash flow operativo ed extra gestione, verifiche

Cash flow globale, verifiche

Flussi di cassa netti, verifiche

Autofinanziamento, autopotenziamento e reinvestimento

Esame statico e dinamico della gestione finanziaria

Fonti interne e fonti esterne di finanziamento

Condizioni di equilibrio economico, finanziario, patrimoniale d'impresa

La capacità di credito in generale

L'inquinamento dei dati da inflazione.

Cash-flow, operativo ed extra gestione, verifiche

L'espressione *cash flow* corrisponde a quella di flusso di cassa, ovvero a quel flusso di disponibilità liquide di cassa ed assimilate, di natura residuale, che si genera nell'ambito di un'azienda in un determinato periodo di tempo per i fatti connessi alla gestione.

Il flusso in argomento, positivo oppure negativo, si può ricollegare alla gestione corrente, ed allora assume la denominazione di *cash-flow* operativo o di gestione, oppure può conseguire alla variazione dei finanziamenti in essere, o degli investimenti in capitali fissi, che possono accrescersi oppure ridursi, ed allora viene definito *cash-flow* extra-gestione.

La tecnica delle analisi dell'equilibrio finanziario tramite il *cashflow* mal si adatta alle aziende, poiché l'esistenza di forme tecniche di affidamento estremamente elastiche, come l'apertura di credito e l'anticipazione in c/c, permette l'adeguamento continuo dell'utilizzo di prestiti al fabbisogno finanziario, e permette così l'adeguamento costante del *cash-flow* nel breve termine.

Negli Stati Uniti, per contro, l'uso dell'apertura di credito in conto corrente è relativamente recente, e nella generalità dei casi i prestiti sono d'importo predeterminato, ed a scadenza prefissata, ed il loro controvalore viene accreditato immediatamente nel conto del beneficiario. Tale circostanza rende necessaria la conoscenza e la negoziazione dei prestiti in relazione agli effettivi fabbisogni di cassa, in modo da evitare deficit di tesoreria da un lato, e di poter gestire opportunamente le eventuali esuberanze liquide dall'altro, in considerazione della scarsa elasticità dei prestiti della specie.

Purtuttavia, l'analisi del *cash-flow* di medio e lungo periodo permette di conoscere preventivamente i fabbisogni di cassa, e di programmare l'accesso alle varie fonti di finanziamento esterne, ed interne in forme tecniche economiche. In via consuntiva, l'analisi del *cash-flow* permette

MARIO PINES - Professore associato di Tecnica Bancaria nella Università di Trento.

Dello stesso autore e sullo stesso argomento vedi questa Rivista pag. 923. Seguirà altro saggio nei prossimi numeri.

di conoscere le fonti utilizzate dall'azienda nella copertura dei propri fabbisogni, e la dinamica delle loro strutture.

Il *cash-flow* operativo, o di gestione, individua la somma algebrica delle entrate e delle uscite di cassa, in senso lato — e cioè comprendenti anche le disponibilità liquide bancarie e postali — del periodo in considerazione.

Il *cash-flow* delle specie consegue ai soli fatti della gestione, ed alle seguenti quantità di bilancio: ricavi di vendita, che si manifestano in prima istanza in veste di crediti, mentre alimentano la cassa solamente con la loro riscossione, oppure di crediti già in essere all'inizio del periodo, che alimentano la cassa nella misura in cui vengono riscossi nel periodo stesso, costi negoziati e riduzione di passività correnti che operano in senso inverso.

Le entrate operative, pertanto, sono alimentate dalla riscossione dei crediti in essere all'inizio del periodo, e dalla riscossione dei crediti sorti nel periodo; le vendite, infatti, alimentano la cassa e la rimanenza di crediti di fine periodo, le uscite operative, per contro, sono connesse ai costi negoziati ed alle passività regolati in contanti.

L'analisi dei flussi condotta per specie di crediti omogenei può impostarsi secondo la seguente regola:

$$\begin{array}{l} \text{Crediti all'inizio del periodo} \\ + \text{Vendite del periodo} \\ - \text{Crediti in essere alla fine del periodo} \\ \hline = \text{Entrate operative} \end{array}$$

A tale scopo si debbono aggiungere i flussi dovuti alla negoziazione di prestiti ed al realizzo di attività disponibili diverse dai prodotti tipici, e di immobilizzazioni, che alimentano pure la cassa, ma si evidenziano nel *cash-flow* extra-gestione perché dovuti a fatti di natura straordinaria.

Le uscite di cassa, d'altro canto, conseguono prevalentemente agli acquisti dei fattori produttivi che si compiono utilizzando disponibilità liquide, ovvero espandendo l'indebitamento mercantile o di partita.

Gli acquisti, molto spesso, comportano l'accensione di debiti verso i fornitori, e così alimentano i debiti verso gli stessi, la cui quantità dovrebbe riflettere il volume globale riferito ai termini di regolamento.

Per analogia si può costruire il seguente schema:

$$\begin{array}{l} \text{Debiti all'inizio del periodo} \\ + \text{Acquisti del periodo} \\ - \text{Debiti alla fine del periodo} \\ \hline = \text{Uscite operative} \end{array}$$

Altri fatti di natura extra-gestione possono comportare un deflusso di cassa come il pagamento di utili già accantonati, il pagamento di rate in scadenza di prestiti ricevuti ed altri.

I principi ora esposti debbono applicarsi ai flussi di tutti i fattori produttivi caratteristici dell'azienda senza trascurarne alcuno. Tra essi rammentiamo gli oneri contributivi, i salari e gli stipendi, le imposte, le spese per servizi correnti di consulenza, le altre spese generali, ecc.

L'integrazione del *cash-flow* operativo di quello extra-gestione portano alla formazione del *cash-flow* globale, che sintetizza il movimento di contante di natura differenziale, conseguente alla somma algebrica di poste con segno contrario.

La gestione dovrebbe svolgersi con un *cash-flow* globale tendente a zero, in modo da ridurre al minimo gli oneri finanziari conseguenti a prestiti, a tratti esuberanti i fabbisogni.

Purtuttavia, è difficile raggiungere una posizione ottimale, poiché alcune forme tecniche di prestito sono poco elastiche, e non riducibili istantaneamente, mentre in altre circostanze le previsioni di *cash-flow* globale negativo portano a provvedimenti di natura straordinaria, ed al ricorso a prestiti che possono poi rilevarsi in misura esuberante i contingenti fabbisogni.

Cash-flow globale

La sintesi del *cash-flow* operativo, e di quello extra-gestione, forma il flusso netto di contante

del periodo che si denomina usualmente *cash-flow* globale.

A questo punto si possono raffrontare gli stati patrimoniali, al netto delle poste rettificative dei rispettivi componenti, e verificare la dinamica positiva o negativa del *cash-flow*, mediante confronto delle singole poste dello stato patrimoniale.

L'inserimento del *cash-flow* operativo nello schema di confronto permette di determinare l'incremento, oppure il decremento della posta cassa e banche nel periodo.

La verifica dell'adeguatezza del *cash-flow* alle necessità aziendali si ottiene tramite l'esame del capitale circolante netto e del margine di tesoreria: confrontando in sezioni contrapposte i valori degli indici nei due momenti di riferimento (inizio e fine del periodo in esame) si può ottenere il valore della variazione del capitale circolante netto, e quella del margine di tesoreria la cui grandezza è determinata dal *cash-flow* globale.

Il fatto che il *cash-flow* sia negativo, oppure positivo, non comporta di per sé un giudizio univoco sulla situazione finanziaria dell'azienda, bensì è necessario procedere all'esame dell'andamento del capitale circolante netto e di quello del margine di tesoreria per poter determinare il *trend*, ossia la tendenza del fenomeno che più interessa per la sua direzione, che per i valori assoluti in cui si manifesta, in quanto sui valori contingenti operano gli effetti, anche, dei fatti extra-gestione.

Il *cash-flow* presenta valori propri che possono divergere dall'andamento del capitale circolante netto, e da quelli del margine di struttura, nonché da quelli del risultato economico.

Nel breve periodo, in cui generalmente si esamina la situazione finanziaria dell'azienda, il *trend* del *cash-flow* risulta indipendente dalle altre grandezze indicate; nel più lungo periodo, le condizioni di equilibrio economico, oppure la loro assenza, finiscono per far convergere il capitale circolante netto, il *cash-flow* ed il margine di tesoreria verso valori stabili ottimali, e rispettivamente minimi, ed alle volte negativi nelle aziende in squilibrio.

Le risultanze possono venir influenzate da eventi extra-gestione, dalla mancata sostituzione degli impianti, dall'espansione della dimensione aziendale. È necessario, pertanto, interpretare i dati tenendo sempre presente le particolari circostanze di gestione nel periodo osservato.

Se l'azienda si trova in condizioni di equilibrio di gestione, l'accrescersi del capitale circolante netto alimenta la quantità di contante in cassa o in banca, oppure permette la riduzione delle passività a breve; perciò, al netto delle variazioni di tipo extra-gestione, il flusso di capitale circolante netto alimenta direttamente il margine di tesoreria.

In senso inverso opera il peggioramento dei termini del credito mercantile, poiché l'allungamento delle scadenze di riscossione dei crediti, l'accorciamento dei termini di pagamento ottenuti dai fornitori, contrastano la formazione di contante quale processo di autofinanziamento, e provocano progressivi incrementi del fabbisogno di finanziamenti non sempre coperti in modo ottimale; il peggioramento della struttura dei finanziamenti è, anzi, spesso dovuta a fenomeni della specie. Il ricorso a fonti di finanziamento non adeguate alla struttura patrimoniale è una delle principali cause di dissesto delle imprese.

Flussi di cassa netti, verifiche

Dal *cash-flow* globale deriva l'incremento, o il decremento netto di cassa, che concorre a comporre la posta delle disponibilità liquide nello stato patrimoniale.

È necessario prestare attenzione alla circostanza che il flusso netto di cassa non corrisponde al volume di autofinanziamento. L'autofinanziamento lordo, infatti, corrisponde agli incrementi del capitale circolante netto, che si manifestano nella specie di attività disponibili, realizzabili e di scorte, e viene altrimenti definito, anche, flusso di fondi.

La somma dell'utile netto con gli ammortamenti e con gli altri accantonamenti resisi possibili, infatti, al netto di fatti extra-gestione, individua l'incremento del capitale circolante netto

di cui la voce contanti è solamente una parte.

Nel valutare il settore finanziario dell'azienda, è necessario considerare, oltre al flusso netto di cassa, sul quale è possibile far affidamento per operazioni extra-gestione, anche i margini disponibili di finanziamento esterno in essere, o agevolmente conseguibili nel brevissimo termine. Tali fondi potenziali possono venire utilizzati dall'azienda, ed alimentano il *cash-flow* extra-gestione, e quindi il flusso netto di cassa.

Il flusso netto di cassa, quando si presenta positivo, permette il mantenimento di idonee condizioni di equilibrio finanziario: queste, altrimenti, verrebbero compromesse per l'arresto inevitabile dei pagamenti, quando fossero esauriti i limiti del credito mercantile.

L'equilibrio finanziario poggia sul mantenimento del pareggio di cassa in permanenza del processo produttivo, e quindi non è concepibile il suo ottenimento tramite la riduzione di fattori produttivi essenziali quali i capitali fissi, le scorte minime tecniche, oppure i termini di regolamento, e con essi i volumi di credito alla clientela imposti dal mercato.

Esso può essere verificato con gli strumenti esaminati e, se possibile, mantenuto sotto controllo mediante rilevazioni sistematiche ricorrenti dei dati analitici di bilancio, prospettati anche, in forme di *budget di cassa*.

Come si è detto, i flussi di capitale circolante assumono significato diverso a seconda che si tratti di circolante lordo oppure netto.

Il capitale circolante lordo si accresce indipendentemente dal risultato economico della gestione e dipende, molto spesso, dall'acquisizione di fattori produttivi a fecondità semplice, oppure dall'espansione delle attività realizzabili nella specie di crediti di partita, o di prestiti a favore della clientela o di terzi.

L'espansione del capitale circolante lordo, e delle disponibilità liquide, consegue, spesso, alla mancata sostituzione degli impianti, ovvero di alcune immobilizzazioni per cui i fondi a ciò destinati permangono nella specie di attività liquide realizzabili, o quale incremento delle scorte.

Sovente, inoltre, l'incremento delle scorte, e con esso quello del capitale circolante lordo, è

dovuto alla stagnazione delle vendite, per cui la produzione alimenta il magazzino, anziché produrre liquidità addizionale. Altre volte, l'incremento del contante è da ascrivere alla rigidità dei finanziamenti ricevuti, poco elastici verso il basso, per cui è necessario attendere precise scadenze per poter ridurre i debiti in essere. In tale ipotesi, l'attesa delle scadenze alimenta la liquidità dell'azienda, e con essa il capitale circolante lordo di cui è parte componente.

L'analisi dell'andamento del capitale circolante, in assenza di operazioni extra-gestione, permette di cogliere una notevole mole di informazioni sulla situazione dell'azienda, oltre quelle inerenti più specificatamente la situazione finanziaria e di cassa.

Allo scopo, è necessario individuare le cause delle eventuali punte di accrescimento del capitale circolante lordo, in modo da disaggregare le componenti che determinano il fenomeno. Nell'analisi è possibile individuare se vi è stasi nelle vendite, modifica dei termini di pagamento fatti alla clientela, concessioni di prestiti a breve, favorevole congiuntura per l'accrescimento delle scorte di materie prime o di consumo, mancata sostituzione degli impianti, ricorso ingiustificato al credito.

L'espansione del capitale circolante lordo va interpretata, dunque, alla luce delle suddette circostanze che possono alterare il regolare svolgimento della produzione caratteristica dell'azienda.

Molto spesso, l'alterazione del rapporto normale tra capitale circolante lordo e totale dell'attivo, è sintomo di un generale invecchiamento delle strutture produttive fisse dell'azienda, per il mancato rinnovo degli impianti. La regolare sostituzione degli impianti, infatti, comporta la costanza del rapporto capitali fissi — totale dell'attivo, ed anzi, l'evoluzione tecnologica, producendo attrezzature più sofisticate e più costose, rende sempre maggiore il rapporto in esame che dovrebbe accrescersi nel tempo.

Autofinanziamento, autopotenziamento e reinvestimento

Nel solo aspetto operativo di gestione, e tra-

mite il conseguimento dei ricavi, il processo produttivo comporta una continua trasformazione degli investimenti in attività progressivamente più liquide, da cui deriva l'incremento delle quantità costituenti il capitale circolante, e cioè

- disponibilità liquide;
- attività realizzabili;
- scorte.

Parte delle disponibilità liquide, e delle attività realizzabili, possono venir trasformate in scorte, oppure, se esuberanti le necessità correnti, impiegate nella riduzione delle passività in scadenza, o estinguibili prima della loro scadenza.

Tali incrementi corrispondono aritmeticamente al volume dei costi stimati, imputati al conto economico del periodo, in presenza di equilibrio di gestione.

Dei costi, gran parte comporta uscite di cassa, una parte provoca l'incremento dei debiti a breve termine che impongono future uscite di cassa, una parte residuale alimenta le passività a medio e lungo termine, ad esempio gli accantonamenti per indennità di quiescenza ed altri, una parte, infine, misura l'utilizzo dei cespiti ammortizzabili, e trova contropartita nei fondi corrispondenti agli ammortamenti delle immobilizzazioni in essere.

L'autofinanziamento, pertanto, quale flusso di fondi, ed in costanza di scorte, corrisponde alla somma delle seguenti poste

- ammortamento;
- accantonamenti per passività non a breve termine
- utili non distribuiti.

Quando l'azienda consegue anche utili netti, e questi non vengono distribuiti, parte dell'autofinanziamento assume carattere di autopotenzamento giacché alimenta il netto patrimoniale, e quindi la dimensione dell'azienda.

Come si può rilevare, l'autofinanziamento non corrisponde al *cash-flow* globale, poiché questo comprende anche fatti extra-gestione, implicanti variazioni del capitale circolante o di quello fisso, non connessi ai risultati d'esercizio.

In condizioni di minimo equilibrio economico, e cioè in presenza di pareggio senza conse-

guimento di utili netti, l'autofinanziamento corrisponde quantitativamente agli accantonamenti vari ed all'ammortamento, e misura, relativamente a quest'ultima posta, la trasformazione ideale del capitale fisso in capitale circolante, ovvero la sua riduzione in termini progressivamente più liquidi.

La dimensione dell'ammortamento reso possibile da utili lordi effettivi, e l'eventuale contenimento delle scorte minime tecniche, in caso di contrazione del processo produttivo, misurano la velocità di riduzione in moneta degli immobilizzi, e con essa, la velocità della riconversione in liquidità degli investimenti in essere.

È di per sé evidente che, qualora l'azienda decida di reinvestire in capitali fissi la liquidità così spontaneamente formata, il ciclo riprende relativamente ad ogni singolo cespito di nuova acquisizione.

L'equilibrio finanziario così ipotizzato, in condizioni di minimo equilibrio economico, ed in presenza di accessibili fonti esterne di prestito a breve termine, necessarie per compensare lo sfasamento tra la velocità di trasformazione in liquidità delle attività realizzabili (crediti verso la clientela) e fisse, e l'alternarsi delle scadenze delle passività a breve, permette la perpetuazione della produzione, che ritrova nel proprio seno sufficienti condizioni di equilibrio mediante l'autofinanziamento.

In condizioni di equilibrio economico, ogni azienda ritrova nel proprio ciclo produttivo le fonti di finanziamento necessarie, che riducono la dipendenza dalle fonti esterne di natura straordinaria.

Fabbisogni addizionali di prestiti possono verificarsi solamente nelle seguenti circostanze

- espansione delle dimensioni aziendali non soddisfatta con mezzi propri, o con autopotenzamento inteso quale processo spontaneo di accantonamento di utili;
- riduzione relativa dei mezzi propri (anche per il mancato adeguamento del capitale di rischio all'andamento del livello dei prezzi);
- squilibrio economico (nel caso di perdite);
- svilimento del metro monetario (inflazione).

All'infuori delle precedenti ipotesi, nessun fatto di carattere operativo giustifica necessità finanziarie addizionali, da coprirsi con indebitamento, mentre la gestione corrente alimenta sempre un flusso di capitale circolante netto che riduce progressivamente i finanziamenti esterni in essere.

L'autopotenziamento, poiché comporta una crescita del netto patrimoniale in misura corrispondente ai mezzi addizionali acquisiti dall'azienda, in costanza di dimensione aziendale, rende possibile la riduzione dei finanziamenti esterni, grazie alla formazione di capitale circolante netto, nella specie di disponibilità liquide, che può venir utilizzato sia per ridurre l'indebitamento verso terzi, che per espandere l'aliquota dei mezzi propri dell'azienda.

Esame statico e dinamico della gestione finanziaria

L'assetto dei finanziamenti dell'azienda può evidenziarsi in modo statico quale *struttura finanziaria*, ed in senso dinamico, quale condizione particolare di *equilibrio finanziario*.

L'analisi della struttura finanziaria, possibile mediante l'impiego di appositi quozienti, permette di formulare giudizi sulla composizione di finanziamenti in essere, che può assumere valore più o meno prossimo alla struttura ottimale ideale propria dell'azienda considerata.

Per ogni processo produttivo, le condizioni interne ed esterne determinano una sola composizione ottimale dei finanziamenti, che va formulata tenendo conto dei seguenti fattori

- composizione degli investimenti e loro grado di vincolo al processo produttivo (struttura patrimoniale);
- costo e disponibilità dei finanziamenti esterni;
- dimensione dell'autofinanziamento prospettico;
- utili netti conseguibili, e loro acquisibilità al processo produttivo.

Il costo e la disponibilità di finanziamenti esterni vanno attentamente vagliati al fine di

comparare tra loro le fonti alternative di prestito disponibili.

In genere, gli oneri finanziari riflettono sempre il vincolo temporale ed il grado di esigibilità del prestito: perciò, i finanziamenti elastici, di regola, sono più onerosi dei prestiti durevoli, che per contro sono disponibili in varie forme (tecniche) e con vincoli speciali di durata e destinazione.

La dimensione dell'autofinanziamento, reso possibile dalla gestione, permette di apprezzare la velocità di trasformazione in moneta degli investimenti e, con essa, il flusso di capitale circolante netto, ottenibile in condizioni di minimo equilibrio economico, con cui fronteggiare gli impegni comuni ai finanziamenti esterni. La riduzione dei prestiti è possibile, perciò, grazie alle fonti interne, nei limiti del flusso di capitale circolante netto; eventuali divari tra scadenze dei prestiti, e disponibilità via via prodotte dalla gestione, possono venir colmati solamente con mezzi propri, con l'accensione di prestiti addizionali, o con le contrazioni della dimensione aziendale.

Il volume potenziale di utili lordi conseguibili, al netto degli accantonamenti e degli ammortamenti, delimita il livello possibile di oneri per finanziamenti; questi ne riducono ulteriormente l'entità con la rilevazione degli interessi passivi nel conto economico.

Nel profilo dinamico, l'equilibrio è inteso quale attitudine dell'azienda a far fronte regolarmente agli impegni correnti. L'obiettivo è raggiunto qualora la dimensione del *cash-flow* operativo permetta operazioni extra-gestione essenziali, e non copribili da fonti di finanziamento esterne.

Il mantenimento di costante equilibrio finanziario è reso possibile da condizioni di equilibrio economico in primo luogo, e dalla compatibilità costante della struttura dei finanziamenti in essere quale condizione essenziale.

L'intreccio delle entrate e delle uscite, in costanza di minimo equilibrio economico (pareggio di gestione), permette, a lungo andare, la formazione di aliquote progressive di disponibilità liquide che, oltre a mantenere l'equilibrio fi-

nanziario, permettono anche la riduzione dell'indebitamento verso terzi.

Condizioni di equilibrio economico, finanziario, patrimoniale

Il regolare svolgimento delle gestioni di produzione necessita condizioni di minimo equilibrio economico, finanziario e patrimoniale.

L'equilibrio economico, identificabile nella corrispondenza quantitativa dei costi, negoziati o stimati, ai ricavi minimi conseguibili nel periodo di riferimento, costituisce il presupposto di qualsiasi attività produttiva che, in condizioni diverse, comporterebbe una distruzione progressiva delle risorse immesse nella produzione.

Se la gestione si svolge in condizioni di squilibrio economico, le perdite conseguenti riducono l'ammontare dei mezzi propri che, se insufficienti, debbono venir sostituiti da indebitamento addizionale, pena la riduzione della dimensione dell'azienda; con ciò vi è un fenomeno di deterioramento economico per l'accrescimento degli oneri finanziari aggiuntivi.

Il sistema della dimensione aziendale impone che l'equilibrio economico permanga costantemente, affinché l'autofinanziamento che ne deriva permetta il rinnovo dei capitali fissi al momento del loro esaurimento tecnico-economico.

La riduzione della dimensione aziendale, oppure l'espansione della stessa, per contro, comportano variazioni autonome del fabbisogno di finanziamenti, e queste rendono esuberanti i finanziamenti in essere nel primo caso, oppure richiedono mezzi addizionali, propri e di terzi, nella seconda ipotesi. L'autopotenziamento, ovvero l'accantonamento durevole di utili netti, rende possibile l'espansione della dimensione aziendale o, in alternativa, la riduzione del finanziamento esterno.

I volumi di finanziamenti necessari alle aziende sono quelli essenziali per il mantenimento delle coordinazioni produttive originarie, e quelli collegabili ai piani di espansione dell'attività produttiva. L'andamento economico misura l'attitudine dell'azienda a mantenere la propria

dimensione, a ridurla, ovvero ad espanderla. Le condizioni obiettive che determinano lo squilibrio economico aziendale non vengono alterate dalle integrazioni finanziarie extra-gestione, ma da precise ristrutturazioni economico-tecniche che modificano la coordinazione produttiva in una sua parte essenziale, l'apporto progressivo di finanziamenti esterni aggrava, in genere, le condizioni economiche della gestione.

L'equilibrio finanziario, per contro, misura l'attitudine dell'azienda a far fronte ai propri impegni monetari correntemente, e può essere conseguito sia per circostanza collegabile alla gestione operativa, che mediante apporto esterno di attività extra-gestione.

L'equilibrio finanziario globale si consegue quando il *cash-flow* netto risulta maggiore od uguale a zero, e quando vi è disponibilità di finanziamenti a breve termine che copre le temporanee necessità, dovute a sfasamenti tra le entrate e le uscite di cassa. Il fabbisogno della specie, di solito a *breve termine*, può essere soddisfatto da aperture di credito in conto corrente per elasticità di cassa.

L'equilibrio finanziario, in presenza di squilibrio economico, può essere mantenuto mediante apporti esterni, extra-gestione. Questi permettono la prosecuzione dell'attività produttiva con nuovi mezzi, in misura corrispondente alle perdite pregresse, che si manifestano anche nell'aspetto finanziario in forma di deficit di cassa.

A lungo andare, lo squilibrio economico determina l'erosione del patrimonio netto, ovvero dei mezzi propri dell'azienda. Gli apporti esterni integrativi possono provenire dalle seguenti fonti

- indebitamento verso banche;
- indebitamento verso fornitori;
- apporti di mezzi propri.

Nel caso dell'indebitamento, e qualora l'azienda permanga in squilibrio economico, gli interessi passivi corrisposti, e rilevati nel conto dei profitti e delle perdite, determinano un'accelerazione dell'erosione in argomento, e con essa l'accentuazione dello squilibrio economico stesso che alimenta addizionali fabbisogni di finanziamento esterno. Lo squilibrio economico ini-

ziale, viene, quindi aggravato dal progressivo indebitamento, che si riflette nel conto economico con effetti negativi. In presenza di perdite, il finanziamento esterno altera il rapporto tra mezzi propri ed indebitamento a favore di quest'ultimo, e modifica la struttura finanziaria dell'azienda verso posizioni di maggior squilibrio.

L'apporto dei mezzi propri, per contro, riconduce la struttura finanziaria alle condizioni anteriori nella misura in cui bilancia le eventuali perdite pregresse. Aspettative di mutamento nelle condizioni in cui si esplica l'attività produttiva possono giustificare l'immissione di mezzi propri a copertura delle perdite, qualora risulti opportuno mantenere in essere il processo produttivo, ma è antieconomico se il fenomeno assume carattere di irreversibilità.

Solamente il concorso delle condizioni di minimo equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, giustifica la prosecuzione delle gestioni di produzione che, in ipotesi diversa, non possono non ridimensionarsi, od estinguersi nel caso peggiore.

Fonti esterne e fonti interne di finanziamento

L'esame sin qui condotto permette di comprendere le ragioni che giustificano la ricerca della configurazione ottimale della struttura finanziaria d'azienda.

Nell'ambito della copertura del fabbisogno di finanziamenti, la possibile riclassificazione delle passività, e del netto, che rappresentano fonti di finanziamento, può così formularsi

- debiti a breve termine;
- debiti a medio e lungo termine;
- mezzi propri (capitale netto).

Le prime due categorie, debiti a breve, medio e lungo termine, rappresentano evidenti fonti esterne di finanziamento, mentre l'ultima, mezzi propri, comprende sia mezzi apportati dal soggetto economico dell'azienda, che mezzi acquisi-

ti da fonti interne di autofinanziamento (autopotenziamento).



Per quanto concerne gli investimenti indicati nella sezione dare dello stato patrimoniale, questi si possono ripartire come nel visualizzato nel grafico riportato nella pagina seguente.

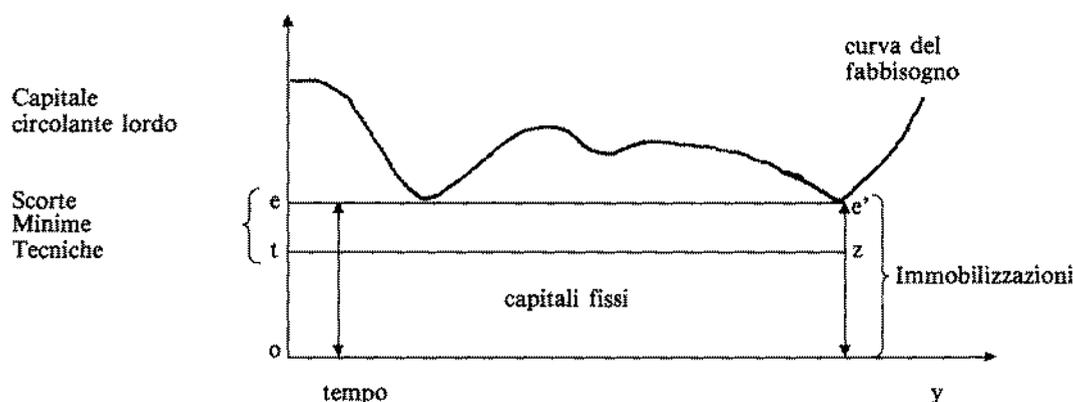
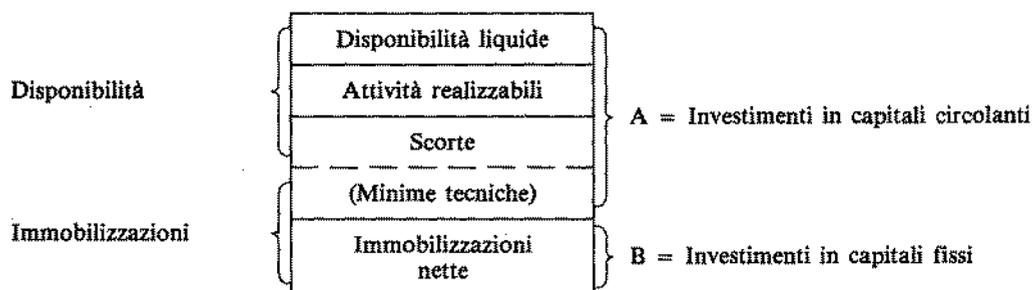
In condizioni di operatività normale, il fabbisogno di finanziamenti è riconducibile alla dimensione aziendale, che presenta un punto di minimo tecnico in corrispondenza al punto (e) sull'asse delle ordinate.

Nell'intervallo o-y, l'area compresa tra il segmento e-e' e la curva del fabbisogno di finanziamenti rappresenta la zona variabile del fabbisogno, mentre l'area del rettangolo o-e-e'-y, presentando dimensioni costante, individua l'area del fabbisogno durevole.

Se l'intervallo o-y è sufficientemente piccolo, ad esempio un esercizio, l'area variabile corrisponde per tutta la sua entità al fabbisogno di breve termine, per cui può venir coperta, opportunamente, da finanziamenti esterni, sufficientemente elastici verso il basso, di cui sia possibile ridurre l'entità con rapidità.

L'area corrisponde al rettangolo e-e'-z-t, che individua le scorte minime tecniche, costituisce la zona del capitale circolante, che per vincolo tecnico di durata diviene immobilizzazione, in quanto, senza la presenza di tale fattore nella detta minima quantità, l'azienda deve arrestare la propria attività produttiva; si tratta di vincolo di genere e non di specie.

La variabilità della curva, che da punti di massimo passa a punti di minimo, è dovuta all'intreccio delle entrate, delle uscite e dei finan-



ziamenti, che si succedono variamente nella dinamica della coordinazione produttiva.

La relativa rigidità dei finanziamenti interni e dei mezzi propri fa sì che, preferentemente, la copertura del fabbisogno della zona variabile sia conseguita tramite indebitamento, e cioè tramite fonti di finanziamento esterne ben più elastiche.

La parte stabile del fabbisogno, costante nel medio e lungo termine, è più opportunamente soddisfatta da mezzi propri, o con prestiti durevoli, il cui rimborso sia compatibile con l'auto-finanziamento che la gestione produce.

La capacità di credito delle aziende

Nelle imprese in generale, la copertura del fabbisogno di finanziamenti poggia alternativamente sia su mezzi propri che su mezzi di terzi.

La diversa composizione qualitativa dei finanziamenti ricevuti, la loro quantità, durata e specie, dipendono da vari fattori, la cui azione congiunta determina la capacità soggettiva di credito.

Tale caratteristica si può definire quale attitu-

dine dell'azienda ad espandere profittevolmente la propria dimensione, e con essa l'indebitamento, mantenendo nel contempo integro l'equilibrio finanziario e la capacità di rimborso nel breve termine.

Tutte le aziende ricorrono al finanziamento esterno per la duplice circostanza che gli investimenti, e con essi gli esborsi, precedono sempre il conseguimento dei ricavi misurati da entrate, e che l'utilizzo dei soli mezzi propri riduce le possibilità di espansione, e quindi di redditività dell'azienda che rinunci alle occasioni di crescita finanziata da terzi.

Il ricorso all'indebitamento, quale fonte integrativa dei flussi finanziari propri dell'azienda, è fenomeno comune a tutte le imprese presenti nell'economia; imprese che coprono i fabbisogni con soli mezzi propri sono rare ed operano, prevalentemente, nel settore del commercio minuto.

La misurazione della capacità di credito nelle imprese costituisce momento di rilievo, giacché ad essa si deve far risalire, principalmente, le conseguenze del rischio connesso ai prestiti, ed alle operazioni di credito mercantile.

La capacità di credito è rilevabile in modo sufficientemente preciso, ed obiettivamente individuabile, mediante l'esame comparato delle situazioni patrimoniali ed economiche dell'azienda, da cui si ricava la dinamica dei flussi operativi ed extra-gestione.

Il volume dei prestiti di cui è capace l'azienda si può calcolare in relazione alle seguenti quantità esaminate nei paragrafi precedenti:

- margine di struttura (mezzi propri - immobilizzazioni nette);
- margine di tesoreria (disponibilità liquide e realizzabili-debiti a breve termine);
- velocità di riduzione in moneta degli immobilizzi netti (utili lordi);
- potenzialità operativa e redditività (utili netti).

La velocità di riduzione in moneta degli immobilizzi netti, come si è visto, è funzione degli utili lordi, nella misura in cui questi permettono la formazione di capitale circolante netto. Essa misura il flusso di attività prontamente convertibili in liquidità idonee ad estinguere le passività in scadenza.

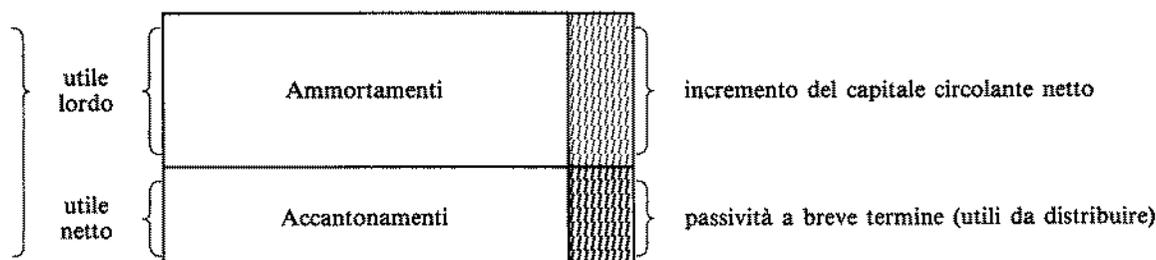
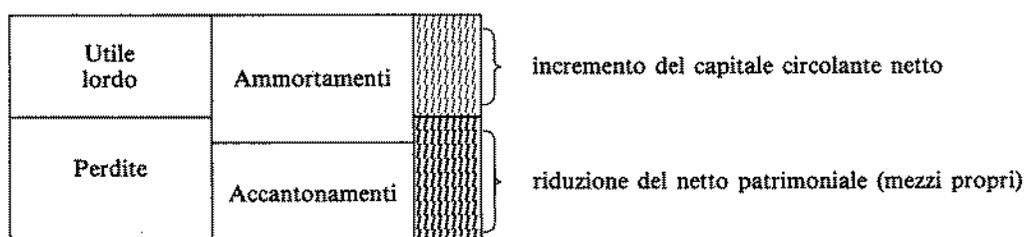
Il flusso di capitale circolante netto, che promana dalla gestione, è funzione indiretta dell'entità degli immobilizzi netti, mentre le necessità finanziarie, per l'estinzione delle passività in

scadenza, sono funzione, anche, del volume dei prestiti a medio e lungo termine. Lo sfasamento quantitativo e temporale tra i flussi in entrata (per accantonamenti) e quelli in uscita (per estinzione della passività) determina, alternativamente, o un incremento addizionale delle disponibilità liquide, delle scorte e dell'attività realizzabile, oppure una sottrazione del capitale circolante netto disponibile.

La capacità di reddito risulta, quindi, costituire la caratteristica determinante la capacità di rimborso dei prestiti.

Il collegamento tra l'equilibrio economico e quello finanziario si concretizza tramite l'individuazione delle quote di ammortamento e degli accantonamenti, quali il fondo di indennità di quiescenza, che alimentano il capitale circolante netto in prima istanza, il *cash-flow* operativo successivamente. Dal flusso di *cash-flow* operativo si generano i mezzi necessari al rimborso finale dei finanziamenti esterni in scadenza.

In condizioni di squilibrio economico, l'insufficienza degli utili lordi riduce la dimensione degli ammortamenti possibili, per cui, se questi vengono misurati in volume eccedente l'utile lordo, l'azienda presenta delle perdite, con flussi di capitale circolante netto corrispondenti all'u-



tile lordo, e non all'importo complessivo degli ammortamenti rispetto a questo superiore.

La capacità di credito, nella specie del breve termine, si rivela nelle imprese quando il prestito si inserisce in una struttura finanziaria elastica nel periodo. Ciò avviene quando le coordinazioni produttive possono venir ridotte senza danno per l'azienda e, nei limiti in cui ciò possa verificarsi, l'azienda manifesta fabbisogni finanziari di breve durata che possono venir coperti da affidamenti bancari; parimenti, se l'azienda è in grado di sostituire agevolmente i finanziamenti di breve termine con altri di uguale scadenza, allora si dirà che i prestiti relativi sono di breve termine. Qualora, infine, l'azienda abbia in corso operazioni extra-gestione, che apportino disponibilità liquide, quali l'elevamento del capitale sociale, l'acquisizione di un mutuo, od oltre, i fabbisogni corrispondenti, nei termini del perfezionamento dell'operazione, saranno di breve termine.

Le circostanze ora viste, in ovvia connessione con la capacità di reddito, determinano la capacità di credito dell'impresa.

Nelle imprese in genere, il fabbisogno a breve, sostanzialmente inteso, dipende dall'espansione delle seguenti attività

— scorte eccedenti il minimo tecnico indispensabile al funzionamento in condizioni di equilibrio di gestione;

— dilazioni di pagamento concesso alla clientela, eccedenti il minimo corrente nel settore;

— fondi cassa occasionalmente ricorrenti, e trattenuti per fabbisogni di numerario connessi a pagamenti per cassa.

L'intreccio delle entrate e delle uscite determina fabbisogni riducibili nell'esercizio, e perciò di breve termine, qualora circostanze non definitive giustificino occasionali espansioni delle seguenti quantità del capitale circolante lordo

— disponibilità liquide;

— attività realizzabili;

— scorte.

In questo caso, quando si presenta la necessi-

tà di rimborsare parte dei prestiti ottenuti, l'azienda è sempre in grado di pagare i creditori riducendo il volume dei processi produttivi in corso, e cioè, la propria dimensione operativa in termini di scorte, crediti e liquidità; la riduzione non compromette lo svolgimento regolare dell'attività aziendale per le premesse fatte.

Parte dei finanziamenti formalmente durevoli, per altro verso, possono ritenersi di breve termine qualora nell'azienda si addivene ad un apporto di mezzi propri, sia nella veste di autopotenziamento mediante ritenzione di utili, sia con conferimenti del soggetto economico dell'azienda. Tale circostanza permette di liberare mezzi durevolmente immessi nella produzione, oppure di finanziare tramite prestiti durevoli fabbisogni aggiuntivi di breve periodo. La rigidità dei finanziamenti di non breve scadenza, e con essa la difficoltà di graduarne l'entità, in armonia con l'andamento estremamente variabile del fabbisogno finanziario, escludono questa seconda ipotesi. Mentre nel breve termine i prestiti durevoli, a parità di condizioni, risultano meno onerosi degli affidamenti a breve elastici, per il minor loro costo, nel medio e lungo termine, le aperture di credito in conto corrente, quando connesse a fabbisogno variabile, finiscono per risultare meno onerose per la loro elasticità verso il basso, che permette di adeguarne l'utilizzo.

La soluzione ottimale, rappresentata dalla composizione più opportuna dei finanziamenti è, tuttavia, circostanza che va valutata caso per caso, comparando le aree corrispondenti ai costi dei finanziamenti che si rendono ottenibili, sia in fase preventiva di budget, che in quella consuntiva di valutazione critica della gestione.

Le aspettative della gestione comportano necessità variabili, che inducono fabbisogni estremamente aleatori ed oscillanti. Così, l'intreccio delle fonti di finanziamento, nella sua mutevole composizione, si collega alla durata ed all'intensità dei fabbisogni di breve termine, che possono venir studiati solo nella loro interdipendenza con l'intero sistema dei finanziamenti in essere.