



LA GESTIONE FINANZIARIA COME STRUMENTO DI CREAZIONE DEL VALORE



AREA AZIENDALE

QUADERNO N°7

a cura della

Commissione di Studio UNGDCEC Finanza

Sottogruppo "Finanza Ordinaria"



Finanza

LA GESTIONE FINANZIARIA COME STRUMENTO DI CREAZIONE DEL VALORE

a cura della Commissione di Studio UNGDCEC Finanza – Sottogruppo "Finanza Ordinaria

Delegato Giunta UNGDCEC

Barbara GUGLIELMETTI

Presidente Commissione

Rossana GIACALONE

Segretario Commissione

Deborah RIGHETTI

Coordinatore Sottogruppo "Finanza Ordinaria"

Massimiliano Meschini

Hanno partecipato alla stesura del presente lavoro i seguenti componenti:

GIACALONE Rossana, GUGLIELMETTI Barbara, LONGO Cesare, MARASCO Saverio, MARAGLINO MISCIAGNA Maurizio, MESCHINI Massimiliano, RIGHETTI Deborah, TOTARO Daniela, TOTARO Maria Lorena.

INDICE

<u>IN</u>	INTRODUZIONE di Massimiliano Meschini		
1	IL CONCETTO DI CREAZIONE VALORE di Massimiliano Meschini		
1.1	Analisi del valore prodotto, approccio finanziario ed economico		
1.2	Determinazione dei flussi di cassa		
1.3	Individuazione del tasso di attualizzazione		
1.4	Analisi tramite il Valore attuale e Tasso di Rendimento Interno		
1.5	Metodo Economic Value Added		
2	STRUMENTI PER L'ANALISI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE E FINANZIARIA di Rossana Giacalone	1	
2.1	Riclassificazioni dello stato patrimoniale	22	
2.2	Analisi per indici	37	
2.3	Analisi per margini	54	
3	LA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA "PFN" di Massimiliano Meschini	58	
3.1	Definizione e metodologie di costruzione	58	
3.2	Metodologia di calcolo	59	
3.3	Analisi dei possibili risultati	62	
4	LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ E LA CAPACITÀ DI GENERARE CASH di Saverio Marasco		
4.1	Metodologia di analisi finanziaria nella costruzione del rendiconto finanziario		
4.1		68	
4.2	Contenuto e struttura del Rendiconto Finanziario	72	
4.3	Finalità, destinatari e profili operativi del rendiconto finanziario	75	
4.3			
4.3			
5	IL FABBISOGNO FINANZIARIO di Cesare Longo	79	
5.1	Definizione di fabbisogno finanziario	79	
5.2	Fabbisogno finanziario di breve periodo	80	
5.3	Fabbisogno finanziario di medio lungo periodo	81	
5.4	Metodologie di calcolo	83	



Finanza

INTRODUZIONE

Nulla si crea e nulla si distrugge ... tutto si trasforma ...

Prendendo spunto dal postulato fondamentale di Antoine-Laurent de Lavoisier e traslando, tra il serio ed il faceto, dal mondo della fisica al mondo aziendale

Il valore non si crea e non si distrugge ... si trasferisce ...

La perdita in capo ad un'impresa verrà sostenuta in primo luogo dall'imprenditore tra costo opportunità del tempo impiegato e perdite di patrimonio, in seconda battuta da tutti coloro che non vedranno onorati gli impegni presi dalla stessa, dipendenti, fornitori, consulenti...

La massimizzazione del valore prodotto, o la minore distruzione, dovrebbe essere quindi la guida nell'allocazione delle risorse sia private che pubbliche, in quanto in condizione di normalità assicura la continuità aziendale. L'istituto di credito mirando ad obbiettivi sia di remunerazione che al rimborso del capitale prestato, trova nella produzione del valore una sicurezza di rientro, mentre le istituzioni pubbliche, avendo finalità più ampie e "sociali", definiscono il concetto di valore adattandolo alla misura adottata ed agli obiettivi di politica economica.

Nella prima parte il lavoro affronta due problemi, come misurare la performance aziendale e la definizione del concetto di valore. Analizzando le principali metodologie di misurazione del valore prodotto, secondo un approccio economico o finanziario, si cerca di dare un'indicazione delle più conosciute tecniche di calcolo. Mentre per la definizione del concetto di valore si sofferma sul contesto e gli obiettivi del soggetto che eroga i fondi, un approccio più contabile per le imprese bancarie, più "sociale" ed ampio per confidi ed enti pubblici.

Nel prosieguo del lavoro viene indicato il concetto di fabbisogno finanziario e delle più comuni tecniche di analisi di bilancio; definire il corretto importo in una richiesta di finanziamento è il primo passo per ottenerlo. Negli ultimi capitoli si propone di presentare alcune ipotesi di composizione della struttura finanziaria elencando i più comuni strumenti di finanziamento nel breve, medio e lungo periodo.

Roma, 5 ottobre 2017

Massimiliano Meschini

IL CONCETTO DI CREAZIONE DI VALORE

A cura di Massimiliano Meschini

1.1 Analisi del valore prodotto, approccio finanziario ed economico.

Scopo primario dell'impresa è il lucro, scopo principale dei manager societari, amministratori d'impresa e singoli imprenditori è la massimizzazione del valore creato dall'impresa gestita; è questa l'indicazione dell'ordinamento Italiano, delle regole di mercato e del buonsenso ... Ma cosa significa creare valore? Una prima risposta potrebbe essere ricavi in misura maggiore dei relativi costi di produzione in riferimento ad un determinato lasso temporale, in altre parole l'utile di periodo. Se un'impresa genera un reddito questo va ad aumentare il patrimonio della stessa creando ulteriore valore. C'è pero da fare una riflessione, la costruzione del conto economico ossia il prospetto per la determinazione del reddito previsto dal nostro ordinamento segue regole e convenzioni che se utilizzate in maniera errata oppure distorta potrebbero presentare un dato non reale. Valutazioni e previsione di fondi rischi in base al principio di competenza rientrano nella discrezionalità del redattore del bilancio il quale può inserirli non corretti, per errori o malafede.

Seconda possibilità può essere l'analisi tramite un approccio finanziario, si utilizzano cioè i flussi finanziari. Valutiamo cioè la creazione di valore tramite l'aumento di determinate risorse finanziarie², partendo dal reddito di periodo togliamo tutti i costi o ricavi che non hanno avuto manifestazione finanziaria nel lasso di tempo preso in considerazione. Dal punto di vista matematico è sicuramente più attendibile, in quanto sommatoria di dati certi e non ipotizzati, bisogna però avere la consapevolezza che con l'utilizzo dei metodi finanziari non abbiamo più la correlazione tra ricavo e costo per produrlo. Quindi entrambi i metodi devono essere contestualizzati ed il dato non può prescindere dalle ipotesi iniziali. La creazione di valore, in qualunque modo calcolata, può variare a seconda del contesto in cui si sta lavorando. Un istituto di credito valuterà l'impresa richiedente solo internamente alla stessa, senza prendere in considerazione l'impatto sull'economia locale e su tutti gli aventi diritti con l'impresa stessa. Un "Confidi³" può andare oltre in base al concetto di mutualità che persegue valutando nella concessione della garanzia anche l'impatto sull'imprenditore ed i suoi familiari. Ulteriore valutazione può essere effettuata nell'erogare i fondi cosiddetti "antiusura", in questo caso la fattibilità economica può passare in secondo piano e viene considerata la situazione debitoria dell'impresa e l'aumento di valore (in senso lato e non definibile con un numero) è sicuramente evitare il ricorso al credito non convenzionale o "usurario" come recita la norma stessa. Ultima considerazione nella erogazione dei fondi perduti la creazione di valore può essere "l'autoimpiego", ossia l'uscita di alcune unità lavorative dallo stato di disoccupazione, oppure la somma delle imposte rientrate all'ente erogatore (Stato) tramite la creazione di nuove imprese. Quindi si deve prima definire l'oggetto della valutazione, dalla

¹ Definizione di contratto di società codice civile art. 2247.

² Lo stato patrimoniale può essere ricondotto ad una semplice uguaglianza che pone in relazione gli elementi dell'attivo e gli elementi del passivo, L + Ld + Im = Db + Dml + Cp. Risorsa finanziaria è qualsiasi combinazione dell'uguaglianza. Una su tutte "L+Ld-Db=Dml+Cp-Im" capitale circolante netto.

³ Consorzi o cooperative di imprenditori che rilasciano garanzie bancarie reali ai propri consorziati o cooperate facilitando l'accesso al credito.

singola impresa, alla rendicontazione sociale, all'impatto sull'economia e non per ultimo alle singole persone coinvolte nell'operazione. Mentre nel primo caso possiamo utilizzare metodi ben definiti e con risultati attendibili, negli altri la valutazione è sicuramente qualitativa e non quantitativa e di non facile determinazione.

Nella comunicazione aziendale con gli istituti di credito quindi può avere un senso logico dare cenni circa il valore creato dall'operazione di finanziamento richiesta, come deve essere nell'allocazione delle risorse pubbliche finalizzata alla produzione di valore. È quest'ultimo caso l'erogazione dei fondi perduti (quando possibile) e i prestiti agevolati.

Qualunque sia il motivo di richiesta fondi (ampliamento capacità produttiva, aumento efficienza produttiva, ristrutturazione del debito) l'impresa ne deve uscire maggiormente capace di creare valore rispetto all'ipotesi di partenza, in un buon piano d'impresa sembra utile quindi inserire un'analisi classica degli investimenti secondo le tecniche maggiormente utilizzate. La contrapposizione del valore creato utilizzando i dati ante richiesta e quello elaborato con la nuova liquidità deve assolutamente portare un miglioramento, in quanto supporterà la validità economico/finanziaria dell'operazione in atto.

1.2 Determinazione dei flussi di cassa

Siamo nell'ambito di analisi finanziarie e si cerca di uscire dalla logica contabile dalla competenza, e di determinare i vari flussi di cassa prodotti dalla gestione d'impresa, si vuole evitare di utilizzare un dato "l'utile netto d'esercizio" che può essere influenzato dalle politiche di bilancio e dalle scelte degli amministratori o dell'imprenditore stesso.

Le tecniche per la costruzione dei "cash flow" si basano principalmente sul riprendere i costi ed i ricavi che non hanno avuto manifestazione finanziaria nel periodo di analisi, tre voci di costo su tutti

- 1. Trattamento di fine rapporto
- 2. Ammortamenti
- 3. Accantonamenti vari

Le tre voci hanno natura diversa, il TFR è un obbligo di legge mentre gli altri due rientrano in una sfera di discrezionalità in capo al redattore di bilancio. Recita il codice civile art 2426 comma 2 "il costo delle immobilizzazioni, materiali e immateriali, la cui utilizzazione è limitata nel tempo deve essere sistematicamente ammortizzato in ogni esercizio in relazione con la loro residua possibilità di utilizzazione" risiede proprio in questa norma la discrezionalità che può influenzare il reddito d'esercizio. A maggior ragione il costo riferito agli accantonamenti per rischi futuri, totalmente di competenza degli amministratori, anche qui la probabilità di un evento futuro è una valutazione che può influire sul risultato di periodo.

Il risultato che andiamo a costruire lo troviamo anche nella redazione dei vari rendiconti finanziari, di cassa, di capitale, circolante netto o delle risorse totali, ma mentre nei rendiconti analizziamo la dinamica dei flussi di cassa, in questo caso cerchiamo di definire il flusso prodotto dalla gestione

totale, al quale applicheremo il tasso di attualizzazione per "muovere nel tempo "e rendere omogenei i dati da confrontare e sommare.

I flussi finanziari sono classificati in base alla natura delle operazioni che li hanno generati nelle seguenti categorie:

Flussi derivanti dalla **gestione reddituale**: comprendono generalmente i flussi che derivano dall'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e dalla fornitura di servizi e gli altri flussi non ricompresi nell'attività di investimento e di finanziamento;

Flussi derivanti dall'**attività di investimento**: comprendono i flussi che derivano dall'acquisto e dalla vendita delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate;

Flussi derivanti dall'**attività di finanziamento**: comprendono i flussi che derivano dall'ottenimento o dalla restituzione di disponibilità liquide sotto forma di capitale di rischio o di capitale di debito.

La somma algebrica dei flussi finanziari di ciascuna categoria sopraindicata rappresenta la variazione netta (incremento o decremento) delle disponibilità liquide avvenuta nel corso dell'esercizio o del periodo di riferimento considerato. I metodi principalmente utilizzati per la sono: il primo, quello indiretto, mediante il quale si determina la variazione dei flussi finanziari originati dalla gestione reddituale rettificando il risultato di esercizio tramite i costi e ricavi senza esborso monetario, le movimentazioni del CCN (capitale circolante netto) e le operazioni di investimento e finanziamento; il secondo, quello diretto, che ricostruisce i flussi della gestione reddituale tramite le riscossioni ed i pagamenti dell'attività operativa.

La differenza nella prima parte riferita all'attività operativa, quindi nella gestione reddituale, mentre le metodologie di determinazione dei flussi delle attività di investimento e di finanziamento restano le stesse.

1.3 Individuazione del tasso di attualizzazione.

Il tasso da utilizzare nelle attualizzazioni è definito come costo "opportunità" di investimento, nella pratica è quel tasso che rispecchia il rendimento di titoli privi di rischio a cui viene aggiunto il rischio dell'impresa in esame, per semplicità può essere utilizzato il tasso proposto dall'istituto di credito, in quanto potrebbe avvicinarsi al tasso in questione, anche se riferito al capitale di debito. Dal punto di vista formale può essere costruito secondo le regole del Capital Asset Pricing Model, tramite la seguente formula

$$I = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove

rf il tasso privo di rischio, nel nostro caso titoli di stato con opportuna scadenza,

rm il rischio medio di mercato, rintracciabile su vari siti specializzati, rappresenta il rischio medio del mercato azionario italiano,

β il beta che ci indica quanto l'attività oggetto d'impresa varia al variare del rendimento del mercato

La logica che si trova dietro questa teoria è di semplice comprensione, cerca di determinare il tasso/

8

costo opportunità tramite l'unione del tasso privo di rischio del mercato, e il rendimento medio di mercato del rischio applicato alla specificità d'impresa tramite il beta.

1.4 Analisi tramite il valore attuale ed il Tasso di Rendimento Interno

Gli strumenti che si possono utilizzare secondo un approccio finanziario sono i seguenti:

- Valore attuale "VA"
- Valore attuale netto "VAN"
- Tasso interno di rendimento "TIR"
- Tempo di recupero
- Tempo di recupero attualizzato

Mentre i primi tre sono strumenti di valutazione puntuale dell'aumento di valore, le ultime due tecniche valutano il pareggio, inteso come periodo di tempo, tra l'investimento ed il ritorno in termini di flussi finanziari, quest'ultimi sono utilizzati principalmente come strumenti di controllo di gestione finanziaria.

Le tecniche di valutazione dei progetti sopra elencati ci pongono di fronte e a due problematiche, la prima è la determinazione dei flussi di cassa prodotti dall'impresa, in quanto l'uso di questi valori ci permette di uscire dalle logiche contabili e dalle "politiche di bilancio", la seconda è la determinazione del tasso da utilizzare per attualizzare i flussi stessi, e quindi implicitamente la determinazione del rischio d'impresa. Gli strumenti analizzati sono degli indicatori dell'efficacia del nuovo assetto patrimoniale finanziario, hanno in questo caso la funzione di avvalorare la bontà dell'intervento proposto all'istituto di credito.

Nell'ambito dell'approccio economico l'indicatore per eccellenza nella misurazione della creazione di valore è per definizione l'utile d'esercizio, rappresenta infatti il collegamento tra il conto economico e stato patrimoniale aumentandolo (diminuendolo in caso di perdita) del reddito prodotto nel periodo di riferimento. Aumentando infatti il "passivo" del prospetto, in particolare l'"equity", va a diminuire debiti oppure aumentare l'attivo creando valore "contabile". Sarebbe vero se fosse fatto a posteriori e riferito a tutta la vita dell'impresa oggetto di valutazione, in quanto la determinazione dell'utile d'esercizio, come già detto, ha delle grosse limitazioni derivanti dall'utilizzo di postulati di bilancio e convenzioni contabili, prime tra tutti la prudenza nel valutare le poste, e la discrezionalità delle scelte degli amministratori possono portare nel breve periodo a o anticipare costi ipotetici oppure svalutare poste non certe, quindi nel breve periodo può non essere un dato utilizzabile scopi valutativi.

Con questo non si vuole mettere in discussione la validità del reddito d'esercizio, inteso come sommatoria tra ricavi e costi di competenza e inerenti al periodo preso in considerazione, ma sottolineare che nasce per altri scopi, di risultato per i detentori del capitale proprio, come base imponibile per gli enti impositori e comunque rimane il più importante dato comunicato all'esterno dell'impresa.

Chiunque voglia destinare fondi, sia pubblici che privati, all'impresa richiedente esige, da quest'ultima, una proiezione della vita della stessa e una certezza di rimborso sia del capitale che degli eventuali interessi richiesti. Nella prassi strumento principe per questa dimostrazione è il "Business Plan" in quanto vengono indicati in questo documento sia la strategia che l'operatività futura dell'impresa e di conseguenza vengono anche compilati i prospetti conto economico e stato patrimoniale futuri. Quindi il dato sintetico è in questo caso il reddito prospettico, ovviamente può essere corredato di analisi finanziaria con la determinazione dei flussi attesi e un'attualizzazione degli stessi effettuando quindi un'analisi anche comprensiva del rischio.

Sulla base di queste proiezioni possono essere effettuate alcune analisi per determinare l'aumento di valore creato, ovviamente il risultato si basa su documenti che devono essere validati da correttezza e solidità. Di seguito si riportano altre tecniche in grado di esplicitare oppure sintetizzare l'aumento di valore creato che saranno analizzate nel seguente lavoro.

- Riclassificazione del conto economico "produzione e valore aggiunto"
- Indici di redditività
- Metodo E.V.A.

1.5 Metodo Economic value Added⁴

Tramite questo metodo valutativo si indica la capacita di creare valore come differenza tra la remunerazione del capitale investito richiesta dal mercato ed il risultato dell'impresa, questo" extra reddito" rappresenta la capacità dell'impresa rispetto ai rendimenti medi.

La seguente è la formula classica del metodo:

$$EVA = NOPAT - (Wacc*CI)$$

Dove viene messo a confronto un utile contabile, il NOPAT, che possiamo definire come reddito ante imposte, con un rendimento dello stesso capitale ma calcolato usando la media dei rendimenti (equity e debt) sul mercato.

Sia il NOPAT⁵ che il Capitale Investito CI devo essere rettificati, vengono tolte le distorsioni derivanti dall'applicazione di convenzioni, politiche di bilancio e valutazioni discrezionali. A solo titolo di esempio si riportano alcune poste da sommare al capitale risultante dal bilancio: riserve per imposte differite, fondo ammortamento avviamento, riserva spese future. Mentre per il NOPAT, partendo dal dato esplicitato dalla contabilità: l'incremento della riserva per imposte differite, la quota di ammortamento dell'avviamento.

Il WACC⁶ è un tasso medio ponderato, ci indica quanto è il costo del capitale medio per l'impresa in

⁴ EVA (Economic Value Added) è un indicatore studiato dall'economista americano Bennet Stewart (Stern Stewart & Co.)

⁵ Net Operating Profit After Taxes

⁶ Weighted Average Cost of Capital

oggetto, se utilizziamo i valori contabili dello stato patrimoniale

V= totale stato patrimoniale

E = capitale proprio

D = capitale di debito

Riusciamo a capire a quanto ammonta il costo del capitale acquisito.

Dove

ra rappresenta il costo totale del capitale

rd il costo del capitale di debito

re il costo del capitale di rischio

D/V e E/V la composizione a valori contabili dello stato patrimoniale.

Nell'analisi l'"Extra reddito" dovrà essere necessariamente essere maggiore a posteriori dell'operazione di finanziamento. Questo maggior reddito scaturirà sicuramente da una migliore composizione della struttura finanziaria e quindi da un WACC minore⁷ che a parità di NOPAT comporterà un aumento del valore. Ma anche da un aumento del reddito contabile rettificato per la cambiata strategia e per la diminuzione dei costi.

Concludendo possiamo affermare che la destinazione dei prestiti erogati dagli istituti di credito oppure dei fondi pubblici potrebbe seguire il criterio della "creazione di valore", il valore ha molte accezioni, e molti metodi di calcolo. L'analisi riportata riguarda specificatamente tecniche che utilizzano dati contabili. Con tutte le limitazioni esplicitate il sistema contabile rappresenta la base di ogni valutazione, unendo una solida contabilità generale ad un bilancio redatto secondo norme e principi contabili abbiamo una rappresentazione chiara e corretta dell'andamento economico finanziario dell'impresa.

2 Strumenti per l'analisi della situazione patrimoniale e finanziaria A cura di Rossana Giacalone

Le gestioni finanziaria e patrimoniale di un'azienda rivestono notevole importanza per l'impatto che le stesse hanno sull'andamento e sulla redditività aziendali. Tali aspetti dovrebbero essere costantemente tenuti in considerazione dagli organi di governance aziendali al fine di analizzare, monitore e migliorare la situazione complessiva aziendale.

Lo stato di salute dell'azienda, la sua patrimonializzazione, l'andamento finanziario, patrimoniale ed economico sono tutti elementi destinati ad avere un impatto sul valore aziendale. La gestione finanziaria, in particolare, è un'importante strumento per la creazione di valore nel tempo, tramite i circuiti che la stessa innesca o può innescare, al livello sia economico che globale, se correttamente gestita e costantemente analizzata.

Uno degli strumenti diagnostici più comunemente utilizzati per analizzare la situazione aziendale è

sicuramente l'analisi di bilancio.

In generale, essa è finalizzata ad esaminare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria di un'impresa.

L'<u>analisi della situazione patrimoniale</u> ci fornisce informazione in ordine ai seguenti aspetti:

- la struttura del capitale investito (impieghi correnti e non correnti);
- le modalità di finanziamento (fonti proprie e di terzi);
- la correlazione che si instaura tra impieghi e fonti in relazione alla loro natura e all'orizzonte temporale.

L'analisi della situazione finanziaria ha come obiettivo quello di accertare:

- la capacità dell'impresa di fare fronte agli impegni assunti;
- l'attitudine a generare flussi di cassa positivi;

In ultimo, l'analisi della situazione economica ha come fine quello di verificare:

- la propensione a remunerare il capitale apportato dai soci e quello investito;
- la tendenza ad operare in modo efficiente.

Per raggiungere questi obiettivi l'analista deve possedere gli strumenti che gli permettono di ottenere le informazioni necessarie allo scopo. Spesso non sono sufficienti i dati esposti nel bilancio di esercizio, ma è necessario rielaborare i valori, renderli aderenti alle finalità dell'indagine, e ricavare indicatori puntuali che permettano una migliore comprensione delle dinamiche.

Tuttavia, l'analisi di bilancio fornisce un quadro della situazione parziale e limitato a ciò che l'informazione contabile è capace di esprimere, ma non offre necessariamente una risposta esaustiva a tutte le necessità conoscitive, potrebbe essere, pertanto necessario integrare l'analisi con informazioni ricavabili da un più ampio sistema di reporting.

Occorre, in aggiunta, prendere cognizione di altri segnali, tenere conto delle condizioni interne ed esterne all'impresa e, solo dopo aver messo in relazione tutti gli elementi, si può esprimere un giudizio che possa considerarsi attendibile.

Fatta questa premessa, ciò non toglie che il bilancio (con i dati in esso riportati) sia un utile strumento di informazione per l'analisi delle performance aziendali.

Il bilancio, nel quale tutte le operazioni compiute durante l'esercizio trovano rappresentazione sintetica è uno dei principali elementi a disposizione dell'azienda o della banca, ad esempio, per ottenere informazioni sugli equilibri gestionali dell'impresa. L'apprezzamento della situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un'impresa trova una più puntuale definizione grazie all'utilizzo dell'analisi per indici. Le riclassificazioni dello stato patrimoniale e del conto economico rendono, infatti, più leggibili i conti di sintesi dell'impresa al fine di poter apprezzare l'andamento delle variabili di natura economica, patrimoniale e finanziaria. Proprio per questo, anche gli istituti di credito fondano, in parte, il proprio giudizio sul merito creditizio di un'azienda attraverso l'utilizzo di indici di bilancio (considerati indici di predittività del default) contenuti nei sistemi di rating.

Tuttavia, è difficile interpretare il significato dei singoli indici, se considerati isolatamente. L'analisi acquista valore solo se:

⁷ il costo del capitale post finanziamento dovrà necessariamente essere inferiore per due ordini di ragioni: il passaggio tramite ristrutturazione finanziaria dal breve al medio lungo periodo, ed il diminuito rischio del capitale proprio.

- a) si effettuano confronti con i valori di altre imprese;
- b) si effettuano confronti temporali;
- c) i quozienti sono inseriti all'interno di un sistema di coordinamento che ne evidenzi le relazioni reciproche.

In questo contesto l'analisi delle performance aziendali può essere condotta in tre aree di indagine all'interno delle quali sono stati individuati e suddivisi gli indici a seconda dello scopo conoscitivo principale per il quale vengono calcolati. Le aree sono:

- 1) redditività;
- 2) liquidità;
- 3) solidità.

Ai fini dello score di bilancio, è indispensabile l'analisi delle suddette aree al fine di individuare quelle criticità di performance per le quali l'azienda deve "mettere in campo" quelle strategie idonee a migliorare i risultati aziendali.

Gli indici sono, quindi, uno strumento utile per capire la situazione nella quale l'impresa si trova ad operare, per definire gli obiettivi verso i quali condurla e per individuare le azioni da intraprendere per raggiungere gli obiettivi prefissati e creare valore. Sono, inoltre, un utile strumento di monitoraggio.

L'analisi di bilancio, il rating bancario e la creazione di valore

Come sopra evidenziato, lo studio della dinamica delle performance aziendali è utile a ciascuna impresa al fine stabilire, in funzione delle stesse, le strategie e politiche di miglioramento dei risultati.

Ciò anche in una logica di miglioramento del rating bancario. Il miglioramento della "bancabilità", con la conseguente acquisizione di maggior fiducia da parte del sistema bancario, consente all'impresa di poter sfruttare al meglio le opportunità di finanziamento o gli altri strumenti offerti dal sistema creditizio, senza doversi vedere costretta ad "accettare" forme tecniche di finanziamento "compatibili" con un rating non ottimale e per questo magari poco adatte alle reali esigenze aziendali, con il risultato di assistere alla lunga ad un aumento degli oneri finanziari, ad un peggioramento del rating stesso, nonché della liquidità e, a cascata, della redditività aziendale.

Di contro, l'utilizzo costante dell'analisi di bilancio, quale strumento di studio e monitoraggio delle performance aziendali, soprattutto da un punto di vista finanziario e patrimoniale, consentirebbe all'imprenditore di intervenire per tempo sulle criticità, e allo stesso tempo di creare quelle condizioni per il miglioramento del sistema di valori aziendale, incidendo positivamente sul rating bancario.

Detto miglioramento potrebbe avere come risultato quello di migliorare le performance finanziarie, patrimoniali ed economiche e di conseguenza il valore stesso dell'impresa. All'atto della richiesta di finanziamento o di supporto bancario, un elemento che dovrebbe essere valutato e che, invece, viene spesso sottovalutato, è quello di strutturare un'operazione finanziaria in maniera tale da rendere l'azienda, a seguito della realizzazione dell'operazione stessa, maggiormente capace di creare valore rispetto all'ipotesi di partenza. Per far ciò occorre una pianificazione a monte, che compari il valore aziendale ante richiesta con quello che ne deriverebbe a seguito dell'operazione bancaria/finanziaria,

valore che, dovrebbe risultarne migliorato affinché l'operazione in atto sia valida da un punto vista economico-finanziario.

Inoltre, in una logica di creazione di valore, l'operazione bancaria (a prescindere da quale sia la finalità) dovrebbe condurre ad un miglioramento della situazione finanziaria e patrimoniale aziendale, non solo nel breve, ma anche nel lungo periodo; ciò al fine di creare le condizioni per ottenere nel tempo anche una maggiore patrimonializzazione e di conseguenza un aumento dal valore aziendale tangibile; la conseguenza di tutto ciò dovrebbe essere nel tempo il miglioramento anche della situazione economica.

Va da sé che una simile valutazione passa sicuramente da un dialogo tra banca e impresa, che dovrebbe essere costante e imprescindibile e che spesso, invece, è interamente assente.

L'utilizzo dell'analisi di bilancio e di una pianificazione finanziaria in una simile logica e con siffatti obiettivi, dovrebbe condurre nel tempo al miglioramento del rating bancario, miglioramento che consentirebbe all'azienda un maggiore dialogo col sistema creditizio e di ottenere condizioni e strumenti via via più confacenti alle proprie esigenze, con la conseguenza della produzione di quei risultati positivi di cui si è appena discusso.

Sotto questo punto di vista, l'impresa dovrebbe:

- a) effettuare un "check up" sulla situazione attuale aziendale, anche con l'uso di indici e margini;
- b) organizzare una politica aziendale che intervenga sulle "aree di criticità aziendali";

Per detta seconda attività l'azienda dovrà predisporre azioni e tecniche di intervento volte al miglioramento delle performance, a loro volta fondamentali per il cosiddetto score di bilancio.

Chiaramente il quadro di intervento complessivo dovrà essere completato da altri interventi in grado di migliorare il merito creditizio aziendale.

Una strategia vincente ai fini di un ottimale governo del rating bancario passa attraverso una osservazione diretta dell'azienda oggetto di analisi, mirata a verificare nel medio periodo:

- 1) il monitoraggio delle evoluzioni dei drivers aziendali;
- 2) la capacità di controllo delle competenze imprenditoriali a governare le azioni e tecniche di intervento;
- 3) l'evoluzione dei fattori di successo in grado di migliorare il merito creditizio.

La visuale dell'analisi si sposta di conseguenza da un check up rivolto allo studio dell'esistente ad una più profonda verifica sull'attitudine dell'impresa a governare il sistema delle varabili chiave e delle funzioni critiche all'interno di uno schema strategico coerente internamente.

Tale passaggio riveste una notevole criticità non solo perché risulta indispensabile per il completamento di una valutazione competitiva integrata e prospettica, ma soprattutto perché dota l'imprenditore di una capacità di lettura del comportamento dell'impresa, indispensabile per il governo delle relazioni creditizie.

La diagnosi della posizione competitiva dell'azienda deve essere collegata e finalizzata ad una valutazione del percorso evolutivo delle grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali dell'azienda che scaturiscono dalla valutazione di bilancio, e analizzabili anche grazie all'analisi di bilancio.

L'aspetto cruciale è costituito dalla corretta individuazione degli elementi dell'analisi competitiva

15

che vanno direttamente ad impattare sui valori aziendali e al relativo confronto, sotto il profilo della sostenibilità, con la strategia che deriva dalle azioni e tecniche di intervento.

Tale approccio rappresenta la base indispensabile di raccordo fra la valutazione competitiva d'impresa, che procede dall'analisi di settore, per giungere all'analisi dell'azienda e alla verifica della sua possibile evoluzione, con il sistema delle grandezze di bilancio.

In questi termini l'approccio all'analisi di bilancio risulta integrato e completato secondo la logica tesa a valutare compiutamente l'azienda sotto il profilo fondamentale ed andamentale, con l'obiettivo di produrre una valutazione complessiva che tenga conto congiuntamente del rischio imprenditoriale e del rischio finanziario.

2.1 Riclassificazione dello Stato Patrimoniale

L'analisi di bilancio e le sue logiche

Entrando più nello specifico, in generale, l'analisi del bilancio si articola in una duplice fase, una di elaborazione e l'altra interpretativa.

<u>La prima fase</u> consiste nell'acquisire le informazioni utili e nell'ordinarle secondo una logica coerente rispetto alle finalità conoscitive che si vogliono perseguire; prevede: 1) la riclassificazione dei dati di bilancio; 2) l'elaborazione di indici e margini; 3) la determinazione dei flussi finanziari (che nel presente capitolo non verranno trattati).

Riclassificare significa ordinare le poste contabili dello Stato patrimoniale e del Conto economico secondo una logica differente e più appropriata rispetto a quella stabilita dalle norme che regolano la formazione del bilancio.

Possiamo distinguere differenti logiche di riclassificazione, da cui discendono vari modelli e schemi applicativi. In particolare, hanno trovato nel tempo più largo impiego sia a livello nazionale che internazionale, per lo Stato patrimoniale la riclassificazione «finanziaria» e «funzionale» e per il Conto economico la riclassificazione «a margine di contribuzione», «a costo del venduto» e a «valore aggiunto».

Una volta riorganizzate le poste di bilancio, è necessario porre a confronto alcuni aggregati fra loro omogenei, tramite il calcolo di indici e margini, così da trarre un giudizio di sintesi sulla situazione aziendale da un punto di vista patrimoniale, finanziario ed economico.

Gli indicatori consentono di effettuare:

- a) <u>analisi della liquidità</u>, finalizzata ad evidenziare la capacità dell'impresa di fare fronte agli impegni di breve periodo attraverso l'utilizzo del capitale circolante;
- b) <u>analisi della solidità patrimoniale</u>, che mira a verificare l'equilibrio fra investimenti e fonti di finanziamento nel medio periodo, nonché la correlazione esistente con la redditività aziendale;
- c) <u>analisi della redditività</u>, orientata ad accertare in che misura i risultati economici conseguiti sono in

grado di remunerare in modo soddisfacente il capitale proprio e quello investito.

Indici e margini forniscono una rappresentazione della situazione aziendale più statica, in quanto evidenziano le condizioni operative ad una data puntuale, mentre i flussi finanziari rappresentano la dinamica dei valori.

Dopo aver effettuato la riclassificazione di bilancio e aver ricavato gli indicatori dalle grandezze aggregate, è importante però passare alla fase interpretativa.

Chiaramente, la bontà dell'analisi è influenzata dalla correttezza e dalla veridicità delle informazioni contenute nel bilancio di esercizio. Se esse non rappresentano in modo attendibile la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica, le risultanze dell'intero processo di indagine sono incongruenti e di scarso valore sul piano informativo.

Nel processo interpretativo, l'analista deve sviluppare la capacità di intravedere ciò che gli indicatori e i flussi non "dichiarano" esplicitamente e di creare relazioni logiche fra i vari elementi in suo possesso. In altre parole, deve acquisire la sensibilità a ricomporre in uno schema organico e coerente informazioni di varia natura (non solo contabile) fra loro apparentemente non correlate. A tal fine è importante leggere i dati non in maniera isolata, ma rapportarli alle dinamiche del contesto economico e competitivo di riferimento.

La prospettiva di indagine, a seconda se interna o esterna, può cambiare l'interpretazione di risultati per via delle diverse informazioni di cui l'analista è in possesso (maggiori e più precise per l'analista interno, minori per l'analista esterno).

A seconda dei casi, si possono instaurare varie correlazioni fra diversi elementi di giudizio in grado di cogliere a vasto spettro le dinamiche aziendali.

Per l'analista esterno la qualità e la quantità dei dati, di solito inferiore, è solitamente proporzionale:

- 1) alla dimensione dell'impresa;
- 2) al fatto che sia o meno sottoposta a vigilanza da parte di un'autorità di controllo (Consob, Banca d'Italia, etc.);
- 3) alle caratteristiche del business.

In tema di informativa esterna, pur continuando a privilegiare l'informazione contabile, sarebbe inoltre opportuno sviluppare un approccio metodologico multidimensionale che porti a considerare un più vasto set di elementi e misure per pervenire ad un giudizio integrato sulle dinamiche aziendali.

Negli ultimi anni, sotto questo punto di vista, sono stati raggiunti traguardi non indifferenti. Il sistema di business reporting si è notevolmente ampliato e la documentazione che lo compone è decisamente più ricca rispetto a quella disponibile nel passato.

Le informazioni trasmesse non coinvolgono soltanto la dimensione economico-finanziaria, ma interessano vari aspetti della gestione: ad esempio, i report di sostenibilità socio-ambientale vanno proprio nella direzione di fornire un quadro di riferimento in merito al modus operandi dell'impresa nel contesto di riferimento.

In tal senso l'analisi di bilancio entra a far parte di un più ampio schema di indagine che coinvolge diverse prospettive della gestione, anche quelle non necessariamente rappresentabili in termini monetari.

Al fine di effettuare una più efficace analisi di bilancio occorre valutare come impostare l'indagine in funzione delle finalità e dell'oggetto, con la conseguenza di ottenere un'analisi avente migliore valenza informativa.

Quanto alle finalità, le stesse possono essere diverse e il dettaglio informativo richiesto può essere maggiore (ad esempio, nel caso di un istituto di credito che deve esaminare i presupposti per un affidamento creditizio si ha la necessità di sviluppare un'indagine più ampia possibile, come pure nel caso di applicazione dei nuovi istituti del diritto fallimentare che prevedono una continuità aziendale e che, pertanto, sottintendono quale prerequisito una puntuale conoscenza dei fatti gestionali passati, pur non disponendo di elementi quantitativamente e qualitativamente analoghi a quelli a disposizione di un analista interno) o minori (come nel caso, ad esempio, di valutazioni d'azienda o operazioni straordinarie, per cui non è necessaria una verifica estremamente approfondita).

L'analisi di bilancio può assumere una diversa valenza anche in relazione all'oggetto su cui essa viene applicata.

Ad esempio, per le società tenute alla redazione di un bilancio in forma abbreviata, l'analisi può essere condotta in termini più blandi, poiché le informazioni contenute negli aggregati sono racchiuse in poche voci, per cui il dettaglio ottenibile è minore. Oppure, un'impresa in crisi che sta affrontando un processo di *turnaround* deve essere esaminata con una logica ben differente da quella con cui potrebbe essere giudicata una impresa in *bonis*: l'analisi può evidenziare una maggiore criticità finanziaria, ad esempio, oppure gli indicatori possono essere disallineati rispetti ai parametri considerati standard, e via dicendo. In queste e in altre fattispecie l'analisi di bilancio assume valenze differenti: non tutti gli strumenti solitamente impiegati possono essere applicati seguendo le stesse logiche e i risultati ottenuti devono essere interpretati tenendo conto delle caratteristiche del contesto di riferimento.

In estrema sintesi, devono essere utilizzate tecniche e piani di analisi diversi, a seconda delle finalità o oggetti di osservazione.

Altro elemento da non sottovalutare per la realizzazione di un'analisi di bilancio attendibile è la comparazione temporale e spaziale tra i valori.

Quanto alla dimensione temporale, ci si riferisce all'opportunità di fondare l'interpretazione dei dati su una serie storica. Un solo esercizio, infatti, non è sufficiente per inquadrare correttamente le dinamiche gestionali. Una lettura integrata dell'evoluzione dei fatti aziendali nel corso del tempo (più o meno ampio) permette di disporre di un quadro della situazione più puntuale e di cogliere alcune relazioni di causa-effetto che a prima vista potrebbero non essere immediate. Ciò risulta utile, ad esempio, per cogliere la presenza di un trend o per verificare come eventuali criticità siano progressivamente maturate.

Affinché l'indagine in una prospettiva storica risulti efficace e significativa, occorre considerare congiuntamente tre aspetti:

- 1) l'estensione temporale (il numero di anni può dipendere dal fenomeno che si intende indagare);
- 2) la presenza di elementi distorsivi interni (riconducibili ad esempio al cambiamento dei criteri di valutazione delle poste di bilancio) o esterni (riconducibili a significativi e duraturi stravolgimenti che possono colpire un'impresa, un settore o, più in generale, il sistema economico);
- 3) la correlazione fra i valori; può essere infatti opportuno comprendere se le grandezze aziendali

si sono sviluppate in modo fra loro coerente oppure se vi sono dei campanelli di allarme da attenzionare. Ad esempio, se i ricavi delle vendite aumentano e il risultato operativo netto (MON) si riduce, significa che i maggiori volumi comportano un incremento dei costi più che proporzionale.

In relazione alla dimensione spaziale, l'analista non può prescindere dalle caratteristiche proprie del contesto, ovvero dallo spazio in cui l'impresa opera; per tale motivo il bilancio deve essere esaminato operando un confronto con realtà similari o con valori medi di settore, così da contestualizzare le risultanze ottenute alla luce delle peculiarità che contraddistinguono ciascun ambito competitivo.

In questo processo di comparazione, al fine di evitare giudizi di sintesi fuorvianti, occorre: 1) identificare il settore di riferimento; 2) selezionare un adeguato campione di realtà similari; 3) comprendere le ragioni di eventuali differenze.

In ordine all'identificazione del settore di riferimento, questo rappresenta un passaggio poco scontato, a causa della trasversalità che taluni business assumono, trasversalità che li rende difficilmente inquadrabili in un determinato ambito economico.

In questi casi occorre usare estrema accortezza. Qualora sia possibile isolare le varie aree di business e identificare per ciascuna i principali indicatori, è raccomandabile effettuare confronti differenziati.

In relazione alla selezione del campione, una volta identificato l'ambito economico, è opportuno selezionare un campione di riferimento, ad esempio per il tramite di banche dati sufficientemente ampie e dettagliate in grado di assicurare le informazioni necessarie per il confronto. Più la scelta del campione è accurata, maggiormente significativo è il giudizio complessivo.

L'alternativa potrebbe essere utilizzare dati aggregati per settore; quindi non un campione di realtà analoghe, ma l'intero comparto di riferimento.

In ordine, invece, all'analisi delle differenze, possiamo dire che dal confronto con i valori medi settoriali possono emergere differenze imputabili a diversi fattori: dimensione della società, posizionamento competitivo, struttura finanziaria, capacità del management, etc. I risultati sono infatti frutto di una selezione di aziende più o meno rappresentative ed esprimono un trend medio settoriale.

In ultimo, è importante evidenziare come <u>l'analisi di bilancio può avere ad oggetto sia i "dati storici"</u>, <u>che trovano collocazione nei bilanci passati, che i "dati prospettici"</u> contenuti all'interno di un piano industriale, ad esempio.

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale

Essendo oggetto del presente lavoro la gestione finanziaria quale strumento di creazione di valore aziendale, si reputa opportuno passare in disamina al momento i soli indicatori informativi sugli equilibri gestionali finanziario e patrimoniale, tralasciando invece quelli inerenti l'equilibrio economico; di seguito verrà trattata, per tale motivo, la sola riclassificazione dello stato patrimoniale e non quella del conto economico.

Per lo stato patrimoniale, come anticipato, possono essere individuati due criteri di riclassificazione: finanziario e funzionale, che nel prosieguo verranno analizzati più nel dettaglio.

In sintesi, il criterio finanziario consiste nell'evidenziare l'attitudine che ogni singolo bene ha di

trasformarsi in liquidità. Esso si prefigge dunque di attestare la capacità di fare fronte agli impegni nel breve periodo e nel lungo periodo.

Il criterio funzionale si basa, invece, sulla connessione che i singoli beni presentano con lo svolgimento dell'attività aziendale e su come essi si collocano rispetto alle diverse aree gestionali. L'obiettivo, in questo caso, è quello di rilevare il rapporto che intercorre fra impieghi di capitale e fonti di finanziamento in termini di composizione e di equilibrio. Poiché il criterio funzionale non prescinde affatto da una logica di tipo finanziario, esso può risultare il più completo in quanto associa entrambe le chiavi di lettura.

Più esattamente, lo Stato patrimoniale espresso secondo una logica finanziaria costituisce la base per l'analisi della liquidità, finalizzata soprattutto ad evidenziare la capacità dell'azienda di fare fronte agli impegni di breve periodo (debiti di funzionamento e di finanziamento) attraverso l'utilizzo del capitale circolante (disponibilità liquide, crediti, rimanenze), e agli impegni di lungo periodo con l'utilizzo delle fonti a lungo termine.

Lo Stato patrimoniale articolato secondo una logica funzionale, invece, è utile per sviluppare l'analisi della solidità, che mira a verificare l'equilibrio fra investimenti e fonti di finanziamento, nonché la correlazione esistente con la redditività aziendale.

Si riportano di seguito due schemi di stato patrimoniale riclassificato secondo entrambi i criteri.

20

Riclassificazione finanziaria

IMPIEGHI CLASSIFICATI SECONDO IL CRITERIO	
FINANZIARIO	
ATTIVITÀ NON CORRENTI	
Immobilizzazioni immateriali, eccetto:	B.I
- quelle destinate ad essere cedute entro 12 mesi	DII
Immobilizzazioni materiali, eccetto:	B.II
- quelle destinate ad essere cedute entro 12 mesi	DIII
Immobilizzazioni finanziarie, eccetto:	B.III
- quelle destinate ad essere cedute entro 12 mesi	
- i crediti finanziari con scadenza inferiore a 12 mesi	A
Crediti v/soci con scadenza superiore a 12 mesi Rimanenze con rotazione superiore a 12 mesi/obsolete	C.I
Crediti operativi con scadenza superiore a 12 mesi/obsolete	C.II
	D
Risconti attivi pluriennali Totale attività non correnti	В
ATTIVITÀ CORRENTI	
Rimanenze	C.I
Crediti con scadenza inferiore a 12 mesi	C.II
Crediti con scadenza inferiore a 12 mesi Crediti finanziari con scadenza inferiore a 12 mesi	B.III
Crediti v/soci con scadenza inferiore a 12 mesi	A
Attività finanziarie non immobilizzate	C.III
Disponibilità liquide	C.IV
Ratei e risconti attivi	D
Immobilizzazioni destinate ad essere cedute entro 12 mesi	B.I, B.II, B.III
Totale attività correnti	
TOTALE DECLIMBIECH	
TOTALE DEGLI IMPIEGHI	
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO)
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO	
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale	A.I
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve	A.I A.II - A.VII
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo	A.II A.II - A.VII A.VIII
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio	A.I A.II - A.VII
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto	A.II A.II - A.VII A.VIII
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI	A.II - A.VII A.VIII A.IX
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri	A.II - A.VII A.VIII A.IX
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR	A.II - A.VII A.VIII A.IX
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14)
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi	A.II - A.VII A.VIII A.IX
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14)
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI Fondi per rischi e oneri (parte in scadenza entro 12 mesi)	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI Fondi per rischi e oneri (parte in scadenza entro 12 mesi)	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI Fondi per rischi e oneri (parte in scadenza entro 12 mesi)	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI Fondi per rischi e oneri (parte in scadenza entro 12 mesi) Fondo per TFR (parte in scadenza entro 12 mesi)	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI Fondi per rischi e oneri (parte in scadenza entro 12 mesi) Fondo per TFR (parte in scadenza entro 12 mesi) Debiti con scadenza inferiore a 12 mesi	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E B C
FONTI CLASSIFICATE SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO PATRIMONIO NETTO Capitale sociale Riserve Utili (perdite) porteti a nuovo Utile (perdita) di esercizio Totale patrimonio netto PASSIVITÀ NON CORRENTI Fondi per rischi e oneri Fondo per TFR Debiti con scadenza superiore a 12 mesi Risconti passivi Totale passività non correnti PASSIVITÀ CORRENTI Fondi per rischi e oneri (parte in scadenza entro 12 mesi) Fondo per TFR (parte in scadenza entro 12 mesi) Debiti con scadenza inferiore a 12 mesi Ratei e risconti passivi	A.II - A.VII A.VIII A.IX B C D (1-14) E B C

Riclassificazione funzionale

ATTIVITÀ OPERATIVE NON CORRENTI	
Immobilizzazioni immateriali, eccetto:	B.I
- quelle destinate ad essere cedute entro 12 mesi	
Immobilizzazioni materiali, eccetto:	B.II
- quelle destinate ad essere cedute entro 12 mesi	
Crediti v/soci con scadenza superiore a 12 mesi	A
Rimanenze con rotazione superiore a 12 mesi/obsolete	C.I
Crediti con scadenza superiore a 12 mesi	C.II
Risconti attivi pluriennali	D
Totale attività operative non correnti	
ATTIVITÀ OPERATIVE CORRENTI	
Rimanenze	C.I
Crediti con scadenza inferiore a 12 mesi	C.II
Crediti v/soci con scadenza inferiore a 12 mesi	A
Ratei e risconti attivi	D
Immobilizzazioni operative destinate ad essere cedute entro 12 mesi	B.I, B.II
Totale attività operative correnti	
ATTIVITÀ FINANZIARIE NON CORRENTI	
Immobilizzazioni finanziarie, eccetto:	B.III
- quelle destinate ad essere cedute entro dodici mesi	
- i crediti finanziari con scadenza superiore a 12 mesi	
Totale attività finanziarie non correnti	
ATTIVITÀ FINANZIARIE CORRENTI	
Crediti finanziari con scadenza inferiore a 12 mesi	B.III
Attività finanziarie non immobilizzate	C.III
Disponibilità liquide	C.IV
Immobilizzazioni operative destinate ad essere cedute entro 12 mesi	B.III
Totale attività finanziarie correnti	

PATRIMONIO NETTO

TOTALE DELLE FONTI

Capitale sociale	A.I
Riserve	A.II - A.VII
Utili (perdite) portati a nuovo	A.VIII
Utile (perdita) di esercizio	A.IX
Totale patrimonio netto	
PASSIVITÀ OPERATIVE NON CORRENTI	
Fondi per rischi e oneri	В
Fondo per TFR	С
Debiti operativi con scadenza superiore a 12 mesi	D (6-14)
Risconti passivi	E
Totale passività operative non correnti	
PASSIVITÀ OPERATIVE CORRENTI	
Fondi per rischi e oneri (parte in scadenza entro 12 mesi)	В
Fondo per TFR (parte in scadenza entro 12 mesi)	С
Debiti operativi con scadenza inferiore a 12 mesi	D (6-14)
Ratei e risconti passivi	E
Totale passività operative correnti	
PASSIVITÀ FINANZIARIE NON CORRENTI	
Debiti finanziari con scadenza superiore a 12 mesi	D (1-5)
Totale passività finanziarie non correnti	
PASSIVITÀ FINANZIARIE CORRENTI	
Debiti finanziari con scadenza inferiore a 12 mesi	D (1-5)
Totale passività finanziarie correnti	

1. Riclassificazione secondo il criterio finanziario

Uno dei principali obiettivi dell'analisi di bilancio è quello di verificare l'equilibrio finanziario dell'azienda, nel breve e nel medio - lungo periodo. A questo scopo dottrina e prassi utilizzano una riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario, riaggregando le poste contabili per caratteristiche finanziarie omogenee. Lo schema di Stato Patrimoniale civilistico è già parzialmente suddiviso secondo questo schema, infatti l'attivo è correttamente suddiviso in immobilizzazioni e capitale circolante, ma alcune voci sono fuori classe, mentre altre dovrebbero appartenere a raggruppamenti diversi. In effetti il legislatore si è preoccupato di indicare le voci anche per la loro destinazione temporale: i crediti esigibili entro od oltre l'esercizio successivo e le partecipazioni e gli altri titoli se considerati immobilizzazioni oppure capitale circolante, ma raggruppati a seconda della loro natura (immobilizzazioni o capitale circolante) e non per scadenza temporale; la separazione prescinde quindi dalla liquidità della posta contabile. Poiché un'analisi corretta deve basarsi su calcoli che partano da valori omogenei, tutte le voci devono essere riclassificate e ricondotte nelle due aree che distinguono la destinazione data agli impieghi in funzione della loro durata: quelle che rimarranno tali e quali per più di dodici mesi da una parte (attivo immobilizzato) e quelle che sono destinate a trasformarsi in denaro entro dodici mesi dall'altra (attivo corrente).

Il discorso si fa ancora più complesso considerando il passivo dello Stato Patrimoniale civilistico, dove non vi è traccia di una riclassificazione che segua un criterio finanziario, se si eccettuano le voci inserite nella macro voce D) Debiti, dove è prevista la separata indicazione degli importi esigibili oltre l'anno. E' evidente anche una eccessiva sinteticità nell'esposizione delle voci del passivo rispetto all'analiticità con cui sono elencate quelle dell'attivo: le voci sono semplicemente raggruppate in cinque macro-classi (Patrimonio Netto, Fondi per rischi ed oneri, Fondo TFR, Debiti, Ratei e Risconti passivi) e sono aggregate secondo una logica che privilegia la natura delle fonti di finanziamento; secondo alcuni autori sembrano (e forse sono) aggregate secondo una logica di tipo esclusivamente "terminologico". Anche queste voci del passivo dovranno essere riclassificate in funzione del loro grado di esigibilità, prendendo come base l'arco temporale dei dodici mesi. La riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario si può quindi riassumere nello schema sopra riportato, dove agli impieghi, che rappresentano il capitale investito, si contrappongono le fonti, che rappresentano il capitale di finanziamento.

Gli impieghi vengono suddivisi in Attività correnti (o a breve termine) e non correnti (o a lungo termine) e le Fonti sono suddivise in Patrimonio netto, Passività correnti (passivo a breve termine) e non correnti (passivo a lungo termine). Le attività correnti sono rappresentate dalle disponibilità liquide (cassa, banca), dai crediti verso clienti (entro 12 mesi), dalle rimanenze di magazzino, tutti quegli investimenti destinati a monetizzarsi nel corso dei successivi 12 mesi, e i ratei ed i risconti attivi. Le attività non correnti sono costituite da tutte quelle attività immobilizzate che possono essere materiali (fabbricati, impianti, macchinari ecc.), immateriali (brevetti, marchi ecc.) e finanziarie (partecipazioni, crediti con scadenza superiore ai 12 mesi ecc...), dai crediti operativi con scadenza superiore ai 12 mesi, da quella parte di rimanenze di magazzino destinata a rimanere durevolmente all'interno dell'impresa e che presenta quindi un tasso di rotazione superiore ai 12 mesi. La liquidabilità di una determinata posta dell'attivo deve essere un fattore oggettivo, non deve basarsi solamente sulla volontà da parte dell'organo amministrativo di liquidare la risorsa, ma sulle reali possibilità di farlo, che possono dipendere da fattori esterni. La distinzione fra i due gruppi di attività deve basarsi sugli aspetti sostanziali dell'aggregato oggetto di valutazione, non su quello formale previsto dalla

norma. Il passivo dello stato patrimoniale è suddiviso tra Capitale proprio (il Patrimonio netto) e Capitale di terzi (debiti verso terzi), il quale si può suddividere a sua volta in Passività non correnti (consolidate) e in Passività correnti, in base durata prevista di estinzione, se superiore od inferiore ai 12 mesi. Il Patrimonio netto è formato dal capitale sociale, e da tutte quelle risorse generate nel corso del tempo dall'impresa per differenti motivi. E' la fonte più stabile e di lungo periodo in assoluto, perché vincolata all'impresa, in parte per legge (il capitale sociale e le riserve obbligatorie), in parte per volontà dell'imprenditore. Le passività non correnti sono quelle passività che tipicamente sono debiti di finanziamento a medio lungo periodo, che hanno la funzione di sostenere gli investimenti aziendali; rientrano in questa categoria tutti i fondi per rischi ed oneri futuri che si preveda abbiano una manifestazione finanziaria successiva ai 12 mesi, e i risconti passivi per la quota riferita ad esercizi successivi al prossimo. Fra le passività correnti, infine, vanno considerati tutti quei debiti destinati ad essere rimborsati nel corso dei prossimi 12 mesi, comprese – ove possibile la loro identificazione – le quote dei fondi per rischi ed oneri futuri, del fondo TFR, dei debiti finanziari, ed i ratei ed i risconti passivi di competenza. Questo aggregato è il più delicato nell'analisi dell'equilibrio aziendale, e deve essere costantemente monitorato dalle funzioni gestionali aziendali. Un'azienda sana dovrebbe essere in grado di reperire immediatamente tutte le risorse monetarie in grado di far fronte ad un'improvvisa - e contemporanea - richiesta di tutti i creditori aziendali di estinguere tutte le passività correnti, e dovrebbe farlo attraverso l'utilizzo di risorse provenienti dalle sole attività correnti. Particolare attenzione deve essere posta alla collocazione di alcune voci di bilancio previste dallo schema civilistico all'interno dell'una o dell'altra categoria: i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti possono collocarsi fra le attività correnti o meno a seconda che la data prevista di versamento sia inferiore o superiore ai dodici mesi; le immobilizzazioni che saranno alienate nei successivi dodici mesi dovranno essere collocate fra le attività correnti, così come le immobilizzazioni immateriali rappresentate da diritti che giungeranno a scadenza nel medesimo periodo e non sia possibile o previsto il loro rinnovo; le rimanenze di magazzino, se presentano un tasso di rotazione superiore ai dodici mesi o se sono costituite da beni obsoleti o difficilmente vendibili possono e devono essere collocate fra le attività non correnti, così come la parte dei risconti attivi e passivi pluriennali; i fondi per rischi ed oneri ed il fondo per il TFR devono essere ripartiti separando la parte in scadenza nei dodici mesi successivi, che andrà nelle passività correnti, dalla restante parte che invece andrà nelle passività non correnti. A seconda della tipologia dell'incarico dato all'analista e della disponibilità o meno di ulteriori informazioni oltre quelle desumibili dal bilancio, alcune di queste voci potranno o meno essere adeguatamente collocate, e naturalmente questo si rifletterà anche sul livello di precisione dei risultati dell'analisi.

2. Riclassificazione secondo il criterio funzionale

La seconda tipologia di riclassificazione è quella che utilizza il criterio funzionale, che si basa sulla classificazione delle poste contabili in relazione all'area gestionale di riferimento. Possiamo distinguere due aree gestionali principali:

- 1) l'area operativa o della gestione caratteristica, che riguarda tutte le poste contabili che partecipano direttamente allo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa, cioè quella per cui è stata costituita, come ad esempio gli impianti, i macchinari, le rimanenze di materie prime o di prodotti finiti, i crediti commerciali verso clienti e così via;
- 2) l'area della gestione accessoria, che comprende tutte le attività che si affiancano a quella tipica

dell'impresa, che siano strumentali o complementari alla stessa. All'interno di questa, possiamo distinguere una area di gestione strumentale a quella operativa, che è la gestione finanziaria, la quale si occupa della gestione delle risorse finanziarie dell'impresa, dalla gestione di tesoreria alla determinazione del fabbisogno finanziario e alle sue modalità di copertura; tale gestione in realtà è funzionale a qualsiasi altra gestione accessoria, in quanto alcuni fabbisogni finanziari non sono comuni a tutte le gestioni. Vi possono poi essere nella realtà molte altre gestioni accessorie complementari a quella operativa; in questa sede si ricorda la gestione patrimoniale, che si occupa dell'investimento delle disponibilità finanziarie dell'impresa, che possono risultare disponibili per periodi più o meno lunghi; in base al periodo di disponibilità la gestione si occupa di volta in volta di decidere quale sia l'investimento più redditizio a cui destinarle. La riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio funzionale è riassumibile nello schema riportato in precedenza; tale schema si presenta in una forma diversa rispetto alla riclassificazione secondo il metodo finanziario, utilizzando uno schema che ha lo scopo di rendere immediatamente intellegibili i principali risultati ottenibili da questa struttura, consistenti nell'evidenziare la struttura finanziaria utilizzata per coprire le diverse aree di gestione. La riclassificazione secondo il criterio funzionale consiste quindi nella suddivisione delle varie poste dello Stato Patrimoniale in base all'area gestionale di appartenenza e all'orizzonte temporale di riferimento. Le attività (Impieghi) dovranno essere riclassificate in base all'area gestionale di pertinenza (operativa, accessoria o finanziaria) e al loro tempo medio di trasformazione in denaro liquido. Possiamo distinguere quattro macro aggregati:

- a) Le attività operative non correnti.
 - In questo aggregato rientrano gli impieghi destinati a rimanere in azienda per un periodo superiore a 12 mesi: tipicamente le immobilizzazioni (materiali, immateriali), i crediti a lungo termine, le rimanenze che hanno un tasso di rotazione superiore ai 12 mesi;
- **b)** Le attività operative correnti.
 - In questo aggregato rientrano tutte quelle attività che si trasformeranno in liquidità nell'arco di 12 mesi (crediti, rimanenze, ratei e risconti), quindi anche quella parte di immobilizzazioni (materiali ed immateriali) destinate ad essere vendute in questo lasso di tempo;
- c) Le attività finanziarie non correnti.
 - In questo aggregato rientrano tutti quegli impieghi finanziari duraturi, detenuti a scopo di negoziazione o di investimento industriale, come le partecipazioni (di controllo e /o collegamento) in altre società, gli strumenti finanziari con scadenza o presunta negoziazione successiva ai 12 mesi, i crediti finanziari con scadenza superiore a questo arco di tempo;
- d) Le attività finanziarie correnti.
 - In questo aggregato rientrano invece tutti gli impieghi destinati ad essere venduti o liquidati nell'arco dei successivi 12 mesi, ed ovviamente le disponibilità liquide.

Nel collocare le voci in uno di questi aggregati si dovrà naturalmente privilegiare l'aspetto sostanziale rispetto a quello formale; se un attività – per esempio una immobilizzazione – di norma classificabile fra le attività operative non correnti sarà ceduta (o ci saranno ragionevoli probabilità) nei prossimi 12 mesi, sarà necessario collocarla fra le attività operative correnti, senza tener conto delle disposizioni legislative o di predisposizione del bilancio previste dalle regole contabili nazionali e/o internazionali. Per quanto riguarda le passività (Fonti), tenendo presente che esse sono composte dal capitale aziendale (patrimonio netto) e da quello di terzi, le stesse dovranno invece essere riclassificate a seconda della scadenza prevista per il loro pagamento e della funzione svolta all'interno dell'azienda:

25

saranno passività di funzionamento quelle relative a debiti accesi per svolgere la normale attività operativa dell'azienda, saranno invece passività di finanziamento quelle accese per far fronte a particolari fabbisogni finanziari dell'impresa.

2.2 Analisi per Indici

Attraverso lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario possiamo effettuare l'analisi dell'azienda, confrontando fra loro aggregati che consentono la verifica **dell'equilibrio finanziario**, sia nel breve che nel medio-lungo termine.

L'equilibrio finanziario a breve termine

Un'impresa è in equilibrio finanziario se è in grado di far fronte ai propri impegni di breve periodo (debiti di funzionamento e la quota annuale di quelli di finanziamento) attraverso l'utilizzo delle sole attività a breve termine (crediti, rimanenze e disponibilità liquide).

L'analisi di questa capacità è l'attitudine a fronteggiare le uscite imposte dallo svolgimento della gestione, tempestivamente e in modo economico, attraverso la capacità di disporre, economicamente e in ogni istante, dei mezzi di pagamento necessari e sufficienti agli effetti del conveniente esplicarsi della gestione medesima.

Situazioni di squilibrio finanziario possono portare anche l'impresa verso una crisi irreversibile di liquidità che di solito preannuncia l'insolvenza dell'impresa, per questo motivo l'equilibrio finanziario a breve termine assume un'importanza forse addirittura superiore di quello a medio-lungo termine. L'equilibrio finanziario a breve termine (come d'altronde quello a lungo termine) può essere analizzato sia attraverso l'utilizzo di margini che di indici, di cui di seguito esporremo le caratteristiche salienti

Posizione di Liquidità

Dalla riclassificazione dello Stato Patrimoniale, secondo il criterio finanziario è possibile ricavare delle indicazioni sulla situazione strutturale di liquidità dell'azienda, intesa come capacità di fronteggiare economicamente e repentinamente i propri impegni finanziari a breve termine. Ciò si verifica, mettendo in relazione fonti e impieghi di capitale omogenei in base al grado di liquidità. In particolare, queste sono rappresentate dal capitale circolante lordo e dai debiti a breve, da un lato, o dal capitale immobilizzato e dalle fonti di finanziamento permanenti, dall'altro. L'equilibrio nella posizione di liquidità dell'azienda, ovvero la sua capacità di far fronte con regolarità ai propri impegni a breve, facendo affidamento sulla trasformazione in liquidità di crediti e scorte è dato dal mantenimento dei rapporti predeterminati tra il circolante lordo (o attività correnti) e i debiti a breve (passività correnti).

Gli indicatori utilizzati a tal fine sono principalmente due:

Indice di disponibilità = <u>Capitale circolante lordo</u> Debiti a breve

Indice di liquidità = <u>Capitale circolante lordo - Scorte</u> Debiti a breve

Se un indice positivo è un segnale del tendenziale equilibrio fra fonti ed impieghi a breve, per avere una garanzia reale questo indice deve assumere un valore superiore a 1. Questo è riscontrabile facilmente, in quanto se il denominatore rappresenta la matrice da cui derivano uscite di cassa nel prossimo futuro e il numeratore la matrice delle future entrate, una posizione di liquidità accettabile richiede che queste pareggino o superino le prime. Valutando, inoltre, che l'indice di disponibilità è espressione al numeratore di elementi di investimento durevoli, si giustifica l'affermazione secondo cui se per l'indice di liquidità è accettabile un valore vicino all'unità, il quoziente di disponibilità si dovrebbe attestare a un valore maggiore, che taluni indicano intorno al 2.

Talvolta le analisi della posizione di liquidità, basate su valori puntuali sono soggette a critica:

- sia perché gli indici mettono in evidenza la storia trascorsa dell'azienda e non sono espressione del suo futuro, se non in scarsa misura (salvo che non si stimino gli indici in maniera prospettica). Questo non permette di prevedere i fattori critici che possono comportare una alterazione della situazione di liquidità, quale potrebbe derivare, ad esempio, da un cambiamento imprevisto della congiuntura economica.
- sia perché questi indici rappresentano misure parziali, che non tengono in esame le riserve di credito a disposizione dell'azienda, che non vanno unicamente identificati nei fondi non utilizzati, ma nello standing della società presso gli interlocutori finanziari.

Dunque, possiamo affermare che gli indici considerati portano alla luce la generica attitudine alla solvibilità dell'azienda nel breve termine. Questo dovrà successivamente trovare conferma in valutazioni più analitiche, tra cui quelle legate alla dinamica finanziaria, che richiama gli altri prospetti del modello economico-finanziario della gestione, ovvero il conto economico e il rendiconto finanziario.

E' chiaro che, come già evidenziato, un giudizio compiuto non potrà essere dato se non si effettua un'analisi intertemporale dei valori assunti, se non si analizza la situazione delle aziende che operano in mercati o che abbiano caratteristiche gestionali/produttive analoghe.

Analisi del ciclo commerciale

Per valutare adeguatamente un'azienda bisogna verificare l'equilibrio finanziario esistente fra i tempi di dilazione di pagamento accordati alla clientela e i tempi di dilazione di pagamento ottenute dai fornitori.

Per fare ciò si utilizzano due indici:

- La durata media dei crediti commerciali (ovvero la dilazione media concessa ai clienti);
- La durata media dei debiti commerciali (ovvero la dilazione media concessa dai fornitori); Il primo indice si ottiene confrontando il valore dei crediti commerciali esistenti al momento dell'analisi, al lordo dell'eventuale fondo svalutazione crediti, con il valore delle vendite, al lordo dell'IVA dovuta.

Durata media crediti commerciali = crediti commerciali al lordo F.do svalutaz. crediti (ricavi + Iva) /360 gg

Bisogna considerare anche il fondo svalutazione crediti perché è proprio in questo fondo che sono presenti quei crediti che allungano il tempo medio di incasso, senza si darebbe una visione distorta della realtà aziendale.

L'IVA invece va considerata perché i crediti verso i clienti, in una normale attività imprenditoriale soggetta all'imposta, sono comprensivi dell'IVA dovuta dal cliente; in alternativa si potrebbero considerare i ricavi al netto dell'IVA scorporandola dai crediti, che rappresenta tuttavia un procedimento più complesso e soggetto ad errori del precedente, ed oltretutto darebbe una informazione incompleta da un punto di vista finanziario.

La durata media dei debiti commerciali si ottiene con un procedimento di confronto analogo al precedente e con le stesse avvertenze per quanto riguarda l'IVA incorporata (questa volta) nei debiti.

Durata media debiti commerciali = <u>Debiti Commerciali</u>
(Acquisto mat. prime e sussidiarie + Iva) / 360 gg

Anche in questo caso è opportuno aggiungere l'IVA agli acquisti di materie prime e sussidiarie. Confrontando la durata media di incasso e pagamento di crediti e debiti si possono capire le politiche commerciali attuate (o subite) dall'impresa ed il suo eventuale fabbisogno finanziario generato, per esempio, da una durata media di incasso dei crediti maggiore rispetto a quella di pagamento dei debiti. Un aspetto da non sottovalutare è la presenza dell'IVA sia per quanto riguarda i crediti che i debiti commerciali; essa rappresenta nel primo caso (crediti commerciali) un debito verso l'erario e nel secondo caso (debiti commerciali) un credito verso l'erario. Una durata media di incasso dei crediti commerciali maggiore della durata media di pagamento dei debiti comporterà un impatto finanziario dovuto al fatto che bisognerà anticipare all'erario l'IVA sulle fatture di vendita emesse, generando così un ulteriore fabbisogno finanziario per l'impresa.

Altro indicatore significativo nell'ambito del ciclo commerciale è l'indice di

• giacenza media delle rimanenze.

La durata media delle giacenze misura quanti giorni esse permangono in "magazzino" prima di essere utilizzate per il ciclo produttivo o per la vendita. Il calcolo della durata media differisce a seconda che il bene sia rappresentato da materie prime o da prodotti finiti.

Nel caso delle materie prime l'indice è il seguente:

Giorni giacenza materie prime =360: Consumo di materie prime Rimanenze di materie prime

Nel caso dei prodotti finiti, i giorni di giacenza media sono determinati, invece, secondo la seguente formula:

Giorni giacenza prodotti finiti =360: <u>Costo del venduto</u> Rimanenze di prodotti finiti

Considerando congiuntamente le durate medie dei crediti, dei debiti e delle rimanenze, è possibile stimare la durata del ciclo commerciale:

Ciclo commerciale = Durata media crediti commerciali + Giorni di giacenza delle rimanenze - Durata media debiti commerciali

Analisi del ciclo finanziario

L'analisi della gestione finanziaria attiva e passiva nel breve termine, si focalizza, invece, sulle dinamiche della liquidità e dei finanziamenti correnti, attraverso i seguenti principali indicatori:

- incidenza della liquidità sugli investimenti;
- coverage del ciclo commerciale;
- coverage dei ricavi;
- intensità dei debiti finanziari a breve.

Il primo indicatore mette in evidenza quanta parte degli investimenti è in forma liquida e quindi immediatamente utilizzabile per far fronte alle esigenze aziendali. E' dato dal rapporto

Incidenza della liquidità sugli investimenti = <u>Disponibilità liquide</u> Totale attività

Benché un valore ottimale non è facilmente quantificabile (in quanto potrebbe variare da settore a settore), tuttavia sarebbe auspicabile un valore compreso tra il 2% e il 3%.

Il coverage del ciclo commerciale è dato dal rapporto tra le disponibilità liquide e il capitale circolante netto operativo (CCNop):

Coverage del ciclo commerciale = $\frac{\text{Disponibilità liquide}}{\text{Capitale Circolante Netto operativo}}$

Tale indice esprime il rapporto tra la liquidità realizzata e quella potenziale che residua in azienda dopo aver pagato i debiti operativi. Per avere un valore significativo, è importante che il CCNop sia maggiore di zero.

Il coverage dei ricavi si determina invece come rapporto tra le disponibilità liquide e i ricavi; esso ci dà l'idea dei ricavi operativi mediamente trasformati in liquidità.

29

Coverage dei ricavi = Disponibilità liquide Ricavi netti

Altro indicatore di rilievo è rappresentato dall'intensità dei debiti finanziari a breve, ed è calcolato come segue. Esso esprime il grado di indebitamento a breve termine necessario per conseguire un certo livello di fatturato.

Intensità dei debiti finanziari a breve = Debiti finanziari a breve
Ricavi netti

Il suo reciproco dà vita ad un indice di rotazione, che mette in evidenza quante volte l'impresa è astrattamente in grado di rimborsare il finanziamento a breve, nel corso dell'anno, grazie ai ricavi conseguiti.

L'equilibrio finanziario generale ed a lungo termine

L'equilibrio finanziario a lungo termine di un'impresa rappresenta la capacità dell'impresa di finanziare i propri investimenti a lungo termine con appropriate fonti di finanziamento, che abbiano analoghe caratteristiche di scadenza. La presenza di questo equilibrio viene appurata attraverso l'analisi della **solidità aziendale**, intesa come l'attitudine di un'azienda a possedere una struttura equilibrata in relazione alla composizione delle fonti e degli impieghi, alla loro correlazione, e alla correlazione fra fonti e redditività e fra impieghi e redditività.

A tal fine indicativi sono gli indici che seguono, ricavabili dallo Stato Patrimoniale riclassificato secondo una logica sia finanziaria che funzionale.

L'Indice di indebitamento finanziario

Questo indice identifica in che misura si rapportano le fonti di finanziamento strutturali, cioè il capitale proprio e i debiti finanziari.

Debiti finanziari

Capitale proprio

Rappresenta uno degli indici più significativi e mette in luce quanti euro di debiti finanziari vi sono per ogni euro di capitale di rischio apportato in azienda. A tal proposito, argomento molto complesso risulta quello legato alla definizione di *struttura finanziaria ottimale*, che riguarda l'acquisizione di un rapporto di indebitamento considerato preferibile rispetto a qualsiasi altro, in relazione alle implicazioni sulla redditività e sul valore dell'impresa.

L'indice in esame è espressione:

- 1. di garanzia nei confronti di eventuali finanziatori;
- 2. del rischio finanziario;
- 3. della redditività del capitale di rischio e del valore dell'azienda.

In merito al primo punto, è chiaro che maggiore è il valore dell'indice, ovvero maggiore è l'indebitamento tanto più diventa critica la solvibilità a lungo termine dell'impresa e quindi la sua capacità di remunerare e rimborsare i finanziamenti ottenuti, elevando così i rischi di un eventuale fallimento.

Il secondo punto prende, invece, in considerazione il ruolo che l'indebitamento svolge sulla variabilità del reddito netto, aumentando il range di oscillazione derivante dai fattori di rischio operativo, che sono correlati con le caratteristiche dell'impresa e del business.

Il terzo punto mette in evidenza come il grado di indebitamento impatta sulla redditività del capitale proprio e del suo valore economico, attraverso il meccanismo della leva finanziaria.

In definitiva, mentre il secondo punto si propone di mettere in evidenza come una variazione delle condizioni operative in cui opera l'azienda si rifletta sulla redditività del capitale di rischio, in presenza di un indebitamento più o meno consistente, il terzo esamina come, a parità di condizioni operative, l'indebitamento possa comportare una maggiore o una minore redditività del capitale proprio.

La composizione delle fonti e degli impieghi

Studiare la composizione delle fonti e degli impieghi serve a capire se la struttura aziendale sia equilibrata rispetto al settore di riferimento. Gli impieghi possono essere analizzati per capire il peso percentuale delle attività a lungo termine sul totale degli impieghi, attraverso un indice dato dal rapporto fra gli stessi, e per differenza capire anche il peso di quelle a breve termine.

Indici di composizione degli impieghi:

- 1. <u>Attività a lungo termine</u> Totale Impieghi
- 2. <u>Attività a breve termine</u> Totale Impieghi

Tali indici possono essere anche utilizzati in maniera più approfondita, utilizzando le singole voci che compongono i macro-aggregati, per esempio, rapportando il totale delle immobilizzazioni materiale o immateriali al totale degli impieghi, oppure calcolando il peso delle rimanenze, dei crediti commerciali e delle disponibilità liquide (posizionandole a numeratore del rapporto) sul totale impieghi (denominatore).

Confrontando i risultati ottenuti da tali indici con le medie di settore, avremo dei parametri di riferimento che possono servire per capire analogie e differenze rispetto alla concorrenza, fornendo, così, importanti informazioni al fine facilitare l'assunzione di decisioni per migliorare la gestione aziendale.

Lo stesso procedimento può essere utilizzato per analizzare la composizione delle fonti, rapportando il valore dei mezzi finanziari interni ed esterni con il totale delle fonti.

Indici di composizione delle fonti:

Patrimonio Netto Totale Fonti

Passività a lungo termine Totale Fonti

Passività a breve termine
Totale Fonti

Il rapporto fra Patrimonio Netto e Totale delle Fonti indica il livello di autonomia finanziaria (Indice di autonomia finanziaria) dall'esterno che l'impresa possiede, il secondo indice (Peso delle passività non correnti) indica il peso delle passività a lungo termine sul totale delle fonti, mentre il terzo indice (Peso delle passività correnti) rappresenta il peso delle passività correnti sul totale delle fonti. Anche questi indici possono essere ulteriormente scomposti, analizzando più nel dettaglio il peso delle singole voci che compongono i macro-aggregati Patrimonio Netto, Passività a breve e lungo termine. Di seguito alcuni esempi:

Peso del Capitale Sociale = <u>Capitale Sociale</u>
Totale Fonti

Peso debiti finanziari non correnti = <u>Debiti finanziari oltre l'esercizio</u>

Totale Fonti

Peso dei debiti commerciali = <u>Debiti verso fornitori</u> Totale Fonti

Anche in questo caso l'obiettivo è quello di confrontare i risultati ottenuti con le medie di settore, per capire analogie e differenze rispetto ai competitors.

Analizzando fonti ed impieghi siamo in grado, altresì, di ottenere indici sintetici di verifica dell'equilibrio finanziario.

L'indice utilizzato per semplificare l'analisi dei risultati, in questo caso, è l'indice di copertura dell'attivo a lungo termine, dato dal rapporto fra passivo a lungo termine più patrimonio netto e valore dell'attivo a lungo termine.

Indice di copertura dell'attivo a lungo termine = (<u>Passivo a lungo termine+Patrimonio netto</u>)

Attivo a lungo termine

Un valore positivo di questo indice dovrebbe essere superiore all'unità in quanto un valore inferiore significherebbe che una parte dell'attivo a lungo termine è finanziato con il passivo a breve termine. Ciò rappresenterebbe una chiara situazione di squilibrio finanziario.

Un altro indice di rilievo è quello che misura il grado di indipendenza finanziaria di cui gode l'impresa nei confronti del mercato di capitali, denominato Indice di indipendenza finanziaria, dato dal seguente rapporto:

Indice di indipendenza finanziaria =

Questo indice esprime l'attitudine dell'impresa ad espandere i propri impieghi e, quindi, a reggere lo sviluppo dimensionale, in condizioni di accettabile equilibrio strutturale.

Tanto maggiore è il livello dell'indice, tanto più elevata risulta la libertà dell'impresa rispetto ai vincoli che derivano dal ricorso a fonti finanziarie di credito, come i termini di rimborso e la misura della remunerazione.

Una rappresentazione alternativa di quella fornita dall'indice di indipendenza finanziaria è spesso proposta in termini di incidenza dei debiti sul totale attivo:

Debt Ratio = <u>Totale debiti</u> Totale impieghi

Esso indica la percentuale degli Asset finanziati tramite indebitamento. Più alta è la percentuale maggiore è la dipendenza da terzi per gli investimenti aziendali costituenti il totale impieghi.

Indice altrettanto rilevante è il rapporto Debt/Equity dato da:

Posizione finanziaria netta Patrimonio netto

La posizione finanziaria netta, per il cui approfondimento si rimanda la capitolo terzo, è data dalla differenza tra debiti finanziari e investimenti della medesima natura (crediti, titoli, disponibilità liquide, ecc.).

L'indice "esprime il rapporto tra i debiti su cui si pagano gli interessi e il patrimonio netto dell'azienda. Viene utilizzato per verificare il grado di dipendenza dell'impresa da fonti finanziarie esterne. Secondo gli analisti, il rapporto dovrebbe essere al massimo pari a 1, pena la perdita dell'autonomia economica e gestionale per i diritti vantati da terzi sull'impresa. Quanto più alto è il suo valore tanto meno equilibrata è giudicata la struttura finanziaria. Nel caso il rapporto debt/equity sia basso significa che la struttura finanziaria è probabilmente equilibrata".

Correlazione tra impieghi e fonti

Al fine di poter avere un buon equilibrio aziendale è indispensabile che gli investimenti e i relativi finanziamenti abbiano analoga durata. In sostanza sarebbe opportuno che gli impieghi non correnti fossero finanziati con fonti non correnti e che gli impieghi correnti fossero finanziati con fonti correnti, in modo tale che la fonte di finanziamento sia correlata alla tipologia di impiego da un punto di vista

33

⁸ Cfr. http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/rapporto-debitoequity.html

temporale.

Speso nella realtà questo si verifica solo parzialmente, per cui si può verificare che le fonti non correnti finanzino sia le attività non correnti che parte di quelle correnti, come pure che, al contrario, le fonti correnti finanzino sia le attività correnti che parte di quelle non correnti. Entrambe le situazioni denotano un non equilibrio.

Tra le due ipotesi non ottimali, è tuttavia preferibile la prima, in quanto significa che una parte delle attività di breve periodo è coperta da fonti di lungo termine, il cui rientro si ha in un tempo maggiore e il cui costo è solitamente meno oneroso.

Un indice che esprime la correlazione tra impieghi e fonti è costituito **dall'indice di copertura degli impieghi fissi**, il quale mette a confronto le fonti non vincolate da obblighi di rimborso con gli impieghi caratterizzati da un rientro graduale e spesso indiretto, mediante il recupero degli investimenti fissi, realizzato con il processo di ammortamento.

Indice di copertura degli impieghi fissi = <u>Mezzi propri</u> Impieghi fissi

Esso indica, in termini percentuali, quanta parte degli investimenti strutturali è finanziata con capitale proprio. Per questo indice non è spesso possibile fare riferimento a valori preordinati, a causa della diversa intensità degli investimenti strutturali in funzione del tipo di attività svolta. In aggiunta, vista sottocapitalizzazione tipica delle imprese italiane, non è infrequente rilevare percentuali non elevate, anche se esistono notevoli differenze a seconda dei settori.

Un maggiore dettaglio di analisi potrebbe darlo calcolare l'indice considerando anche i finanziamenti infruttiferi dei soci con durata indeterminata alla stregua del capitale proprio, con la conseguenza di avere un rapporto determinato nel seguente modo:

Indice di copertura degli impieghi fissi = Mezzi propri + finanziamenti soci Impieghi fissi

Detta modalità di calcolo permette di considerare l'impatto anche di quelle fonti di finanziamento spesso equiparate ai mezzi propri; il mancato inserimenti nel calcolo di dette fonti potrebbe, a seconda dei casi e dell'azienda, determinare un valore falsato dell'indice di copertura degli impieghi fissi.

L'**equilibrio finanziario globale dell'impresa**, secondo alcuni autori, può, invece, essere verificato attraverso il controllo dell'indice di indebitamento generale, che si ottiene confrontando il totale del capitale investito con il totale del patrimonio netto.

Indice di indebitamento globale = <u>Capitale Investito</u>

Patrimonio netto

Tale indice è considerato, però, piuttosto grezzo e presenta una scarsa capacità informativa, in quanto difficilmente si riesce a stabilire un valore dell'indice che garantisca un equilibrio finanziario, anche se qualche analista si spinge a farlo. Una qualche valenza informativa potrebbe averla solamente attraverso un confronto che evidenzi il suo andamento nel tempo, e possibilmente anche nello spazio,

confrontandolo con quelli risultanti dai bilanci di altre realtà aziendali operanti nel medesimo mercato.

Altro aspetto da tenere in considerazione e di fondamentale importanza è la correlazione tra fonti o impieghi e redditività.

L'indebitamento rappresenta una risorsa imprescindibile per incrementare le potenzialità di sviluppo, il fatturato e assicurare una soddisfacente redditività.

Esiste, però, un limite al di là del quale il ricorso a fonti di terzi erode la marginalità economica per effetto degli oneri. Per evitare che l'indebitamento da elemento propulsivo si trasformi in fonte di involuzione aziendale, occorre monitorare con attenzione il rapporto che esiste tra indebitamento e ricavi e tra risultati operativi e costi finanziari. A tal fine, è opportuno esaminare gli indicatori attinenti:

- all'intensità del finanziamento;
- alla copertura degli oneri finanziari.

Il primo indice è determinato attraverso il rapporto tra debiti finanziari e ricavi netti ed esprime il livello di indebitamento necessario per realizzare un dato livello di fatturato:

Indice di intensità del finanziamento = <u>Debiti finanziari</u>
Ricavi Netti

Più basso è il valore dell'indicatore, minore è la necessità di ricorrere ai terzi per sostenere i ricavi. Un'informazione aggiuntiva si ha confrontando il valore dello stesso nel tempo, al fine di accertare se esiste una proporzionalità fra dinamica dei ricavi ed evoluzione dell'indebitamento.

Il secondo indicatore esprime il rapporto tra redditività e costo del finanziamento. Riclassificando il Conto economico secondo la logica a valore aggiunto, si ottiene il margine operativo lordo (MOL), che rappresenta i risultati della gestione operativa disponibili per fare fronte agli oneri relativi alle altre aree gestionali, tra cui quella finanziaria. L'indice ci dà il grado di copertura che il margine operativo lordo fornisce agli oneri finanziari, stabilendo se il MOL è sufficientemente o meno capiente per remunerare il capitale di terzi.

Indice di copertura degli oneri finanziari = MOL______ Oneri finanziari

Non va comunque dimenticato che il margine operativo lordo deve assicurare non solo il pagamento degli oneri finanziari, ma anche il rimborso del debito contratto, per cui in questa logica appare interessante calcolare anche il seguente indice da mettere in relazione col precedente:

Indice di copertura dei debiti finanziari = MOL

Debiti finanziari

Esso evidenzia l'attitudine del MOL a restituire il capitale preso a prestito.

Va sottolineato comunque, per entrambi i rapporti, che il MOL, a causa dello sfasamento fra costi e ricavi, non è una misura puntuale delle disponibilità liquide e perciò attesta soltanto quanto residua

della gestione operativa per rimborsare i finanziatori e sostenerne i costi.

In ordine all'ultimo rapporto, misurazioni svolte in diversi settori mostrano come i valori dello stesso dovrebbero essere superiore al 40%.

Andando agli impieghi e alla loro correlazione con la redditività, è utile analizzare un altro indicatore, quello inerente il turnover del capitale. Esso ci dà l'informazione su quanti ricavi sono stati prodotti con gli investimenti aziendali. È, infatti, importante che, nel medio-lungo termine, il volume dei ricavi sia congruo rispetto agli investimenti effettuati nel tempo dall'azienda. Se così non è, è altamente probabile che il capitale messo a disposizione e presente in azienda non sia stato adeguatamente sfruttato o che sia sproporzionato rispetto alle esigenze operative. E a questo punto sarebbe importante indagare sul fenomeno ai fini di una saga gestione aziendale.

Chiaramente, in senso contrario, più il turnover è elevato, migliore è l'utilizzo del capitale investito. Il turnover del capitale è dato dal rapporto tra ricavi netti e totale degli impieghi:

Turnover del capitale = <u>Ricavi netti</u>

Totale Impieghi

Alla luce della disamina effettuata, va messo comunque in evidenzia che l'analisi della solidità è fortemente influenzata dalla possibilità di rideterminare parte delle poste attive sulla base del fair value.

Il fair value, mirando ad allineare il valore delle poste contabili con quello mediamente espresso dal mercato, sottintende una logica di valutazione che potrebbe portare a sopravalutazioni degli impieghi e ad un conseguente annacquamento del capitale (si avrebbe la costituzione di una riserva nel patrimonio netto).

Per tale motivo esso potrebbe impattare sulla determinazione di alcuni indici, come ad esempio l'indice di autonomia finanziaria e il debt/equity, falsandone il valore. Se, infatti, la valorizzazione al fair value non è corretta, si rischia di trarre conclusioni erronee sulla composizione dei finanziamenti. Questo ci fa capire come anche le logiche che stanno dietro le valutazioni di bilancio possono incidere sull'attendibilità dell'analisi e pertanto sono variabili che vanno tenute in debita considerazione dall'analista.

2.3 Analisi per Margini

L'analisi per margini è sostanzialmente un'analisi di struttura e tende ad accertare le relazioni esistenti tra le varie classi di attività e di passività (nello Stato Patrimoniale riclassificato) e di costi e ricavi (nel Conto Economico riclassificato). E' un'analisi particolarmente semplice, basata su indici-differenza, che costituisce la base logica della più elaborata analisi per indici (basata su indici-rapporto), vista in precedenza.

I margini che scaturiscono dal raffronto tra le voci riclassificate dello stato patrimoniale, hanno, essenzialmente, lo scopo di valutare la struttura finanziaria della impresa, permettendo di osservare eventuali squilibri esistenti tra il fabbisogno dell'impresa e le fonti utilizzate per farvi fronte.

La finanza aziendale mette a disposizione tre fondamentali indicatori per analizzare lo stato di salute aziendale dal punto di vista finanziario:

- 1. Margine di tesoreria
- 2. Margine di struttura
- 3. Margine di disponibilità (o capitale circolante netto)

Margine di tesoreria

Si può restringere l'analisi della disponibilità concentrandosi solamente sulla parte di attivo veramente liquida dell'azienda. In questo caso si confronteranno solamente le disponibilità liquide immediate e quelle differite con le passività a breve, non prendendo in considerazione le rimanenze di magazzino, disponibili ma in effetti non sempre liquide.

Margine di Tesoreria = (Liquidità immediate + Liquidità differite) – Passività a breve

Il margine di tesoreria in un'azienda sana dovrebbe sempre essere positivo, in caso contrario ci troveremmo di fronte un'impresa a rischio finanziario di insolvenza. Anche in questo caso, al fine di facilitare la lettura e la confrontabilità, gli analisti nella pratica utilizzano spesso anche *l'indice di liquidità*, in precedenza analizzato, che rapporta le liquidità aziendali immediate e differite con le passività a breve termine, trasformando così il valore assoluto del margine in un valore relativo di un indice.

Margine di struttura

Il margine di struttura (abbreviato spesso anche con la sigla MS) rappresenta un'altra delle grandezze differenziali desumibili dal bilancio. Il valore di tale margine si ottiene come differenza tra il capitale permanente (Patrimonio netto) e le attività immobilizzate (attività non correnti).

Margine di struttura = Capitale Permanente – Attività Immobilizzate

Se il m	nargine di struttura è maggiore di zero:
	le attività immobilizzate sono state finanziate con fonti proprie;
	le fonti permanenti finanziano interamente gli investimenti durevoli e parte dell'attivo
	circolante;
	c'è una buona situazione di equilibrio e la possibilità di aumentare gli investimenti.
Se il m	nargine di struttura è minore di zero:

vi è una situazione di deficit di risorse a medio/lungo termine che deve essere coperta da fonti a breve (il capitale permanente finanzia solo in parte le attività immobilizzate per cui la differenza è coperta anche da passività correnti). Si potrebbe incorrere in un incaglio finanziario.

Detto margine trova corrispondenza con *l'indice di copertura delle immobilizzazioni*, che in termini percentuali e non differenziali esprime, come visto, quanta parte degli investimenti strutturali è finanziata con capitale proprio.

37

Margine di disponibilità

Se spostiamo l'attenzione sulla parte corrente di uno stato patrimoniale riclassificato, un semplice confronto che si può effettuare è quello fra l'attivo a breve (o corrente) ed il passivo a breve (o corrente).

Margine di disponibilità = Attivo a breve – Passivo a breve

Il valore assoluto risultante da questo confronto, detto appunto Margine di disponibilità, ci dice se i fabbisogni aziendali a breve siano o meno equilibrati, ed in particolare se gli impieghi a breve siano o meno interamente finanziati dalle fonti a breve. In particolare, rappresenta la capacità dell'impresa a far fronte autonomamente alla passività di breve periodo facendo leva sulle liquidità e sulle disponibilità di magazzino.

Nell'attivo a breve devono, infatti, essere incluse anche le rimanenze di magazzino; per questo motivo potrà esprimersi un giudizio totalmente positivo sul valore del margine di disponibilità solo se quest'ultimo sarà positivo per un valore pari ad almeno il valore delle rimanenze di magazzino presenti. Ciò significherebbe che le rimanenze sono finanziate o da passività non correnti – che presentano una scadenza sicuramente più lunga del tempo necessario a rendere liquido il magazzino – o dal patrimonio netto aziendale, che come sappiamo non ha scadenze.

Se il margine di disponibilità è maggiore di zero:

esprime una	situazione	di equilibrio,	, in quan	to indica	quante	risorse	in più	si v	verranno	a
trasformare in	n denaro ne	l breve period	lo, rispetto	agli imp	egni in s	scadenza	a nello s	stess	so period	0.

Se il margine di disponibilità è minore di zero:

esprime una situazione negativa dal punto di vista finanziario-patrimoniale dell'azienda, in quanto solitamente rileva la copertura di investimenti fissi con fonti di finanziamento a breve termine.

Come abbiamo visto in precedenza, l'indice che ci fornisce le medesime informazioni, ma in termini di rapporto e non in valore assoluto è l'*indice di disponibilità*, sul quale non ci soffermiamo oltre.

3 La Posizione finanziaria netta "PFN".

A cura di Massimiliano Meschini

3.1 Definizione e metodologia di costruzione.

L'indebitamento oppure l'esubero di risorse finanziarie sono indicatori dello stato di salute dell'impresa, ed individuano il rischio di un eventuale crisi⁹ della stessa. Il valore assoluto dell'indebitamento è definito da una particolare grandezza contabile denominata posizione finanziaria netta "PFN", è facilmente desumibile dai dati contabili opportunamente riclassificati, un analista esterno potrebbe calcolarla, in quanto tutti gli elementi occorrenti sono iscritti in bilancio, ipotizzando la gestione corrente.

Ad oggi sono poche le indicazioni ufficiali per la costruzione della PFN, una di queste è contenuta all'interno del principio contabile OIC¹⁰ numero 6 intitolato "ristrutturazione del debito ed informativa di bilancio", dove viene definita come un indicatore alternativo di risultato, nel lavoro viene anche indicato un modello di calcolo desunto dalla prassi aziendale che si riporta.

+ Cassa
+ Altre disponibilità liquide (dettagli)
+ Titoli detenuti per la negoziazione = Liquidità

- Crediti finanziari correnti
+ Debiti bancari correnti
+ Parte corrente dell'indebitamento non corrente
+ Altri debiti finanziari correnti = Indebitamento finanziario corrente

Indebitamento finanziario corrente - Liquidità = Indebitamento finanziario corrente netto

+ Debiti bancari non correnti
+ Obbligazioni emesse
+ Altri debiti non correnti = Indebitamento finanziario non corrente

Un secondo importante contributo è stato quello della FNC¹¹ nel lavoro intitolato "PFN quale indicatore alternativo di performance "dove viene ampiamente analizzata la materia sia dal punto di vista normativo che da quello prettamente aziendale riguardante l'informativa contenuta nell'indicatore. L'approccio è contrario rispetto alla prassi, nelle formule proposte l'addendo positivo sono i le attività quindi una PFN con segno positivo rispecchia il risultato aziendale, a differenza di quella usata nella

= Indebitamento finanziario netto PFN

39

Indebitamento finanziario non corrente + corrente

⁹ Nelle varie tipologie, finanziaria, patrimoniale e economica.

¹⁰ Organismo italiano di Contabilità.

¹¹ Fondazione Nazionale Commercialisti,

prassi aziendale. Vengono definiti vari livelli di analisi in riferimento all'arco temporale distinguendo la posizione a breve e medio lungo periodo e di primo e secondo livello di seguito le formule proposte: PFN di breve periodo di primo livello

Attività prontamente liquidabili – Passività finanziarie a breve

PFN di breve periodo di secondo livello

(Attività prontamente liquidabili + attività finanziarie a breve) – Passività finanziarie a breve PFN di medio lungo periodo di primo livello

Attività prontamente liquidabili – Passività finanziarie

PFN di medio lungo periodo di secondo livello

(Attività prontamente liquidabili + attività finanziarie a breve) – Passività finanziarie

PFN di medio lungo periodo di terzo livello

(Attività prontamente liquidabili + attività finanziarie a breve + attività di medio lungo) – Passività finanziarie

3.2 Metodologia di calcolo

I metodi di calcolo sono riconducibili tutti a varianti della seguente equazione:

PFN = Debiti finanziari - Crediti finanziari e liquidità

A sua volta divisa secondo l'arco temporale di analisi in breve e medio-lungo periodo nelle varie combinazioni possibili, in base all'informativa sembrerebbero le seguenti equazioni le più indicate:

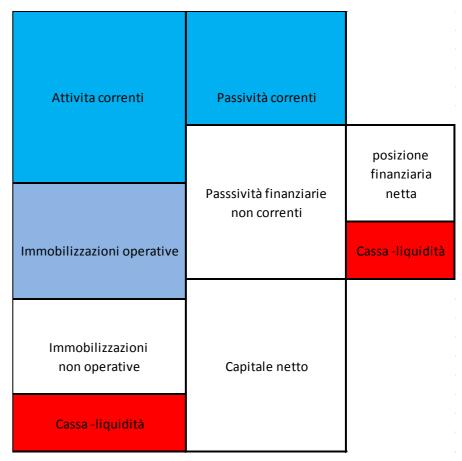
PFN corrente = (debiti finanziari a breve) – (crediti a breve e liquidità)

PFN medio e lungo periodo = (debiti finanziari M-L) – (crediti a M-L)

Esistono vari metodi di calcolo, sono principalmente sommatorie di debiti e crediti finanziari riclassificati secondo l'esigibilità e redimibilità oppure secondo l'appartenenza al ciclo produttivo quest'ultima sembra il metodo migliore, in quanto definisce l'appartenenza dei dati finanziari al processo produttivo dell'attività facilitandone la determinazione.

Un metodo per arrivare alla determinazione della PFN è la riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il metodo denominato "pertinenza gestionale". Il criterio suddivide le poste tra quelle ricomprese nella gestione corrente e caratteristica e quelle invece estranee. La distinzione deve essere effettuata in relazione al processo acquisto-trasformazione-vendita e non necessariamente tra breve e lungo periodo. L'analisi va effettuata per ogni singola posta per poi riferirla alla macro area di riferimento, può succedere che parte sia riferibile alla gestione caratteristica e parte no, è il caso ad esempio dei ratei e risconti dove possiamo trovare sia poste correnti che riferite alla parte finanziaria. Una corretta analisi puo essere quindi effettuata solamente da un operatore interno o che ha accesso ai dati contabili sintetici, come esempio il revisore legale nella sua attività, ma anche un analista esterno può ipotizzare la gestione corrente ed arrivare ad un risultato accettabile. Non esiste uno schema tipico rigido ma in virtù delle considerazioni effettuate si deve valutare caso per caso ogni singolo valore per poi aggregarlo. La presente riclassificazione è maggiormente utile in un approccio "finanziario". Le aggregazioni e le risorse finanziarie che si possono costruire si adattano alle analisi di creazione di valore finanziario e per l'analisi del rischio riferito ai differenti capitali investiti. Le più importanti sono il capitale circolante commerciale (CCC), il capitale investito netto operativo (CINO), il capitale investito netto (CIN) e la posizione finanziaria netta (PFN). Nella tabella seguente si riporta la riclassificazione dello stato patrimoniale per "pertinenza gestionale" con l'esplicitazione della PFN. Il passivo dello stato patrimoniale viene suddiviso, al pari dell'attivo, in passività correlate al processo produttivo e nello specifico, debiti verso fornitori e comunque tutti quelli ricompresi nel CCC con il segno negativo, e passività non correnti, ossia tutti finanziamenti a titolo oneroso. Ultima componente il capitale netto diviso in capitale sociale, riserve di utili, utili "portati a nuovo" ed utili in corso d'esercizio. Un risultato positivo della PFN indica che la somma dei debiti onerosi, sia a breve che a medio lungo periodo è superiore alla cassa, quindi l'impresa ha un'esposizione verso terzi (istituti di credito, obbligazionisti ecc.)

In conclusione l'informativa dell'indicatore PFN deve essere analizzata, in primo luogo in base alla formula utilizzata per poter ben comprendere se la dicitura "positiva" indica un esubero delle passività finanziarie oppure il contrario, in secondo luogo si deve analizzare la situazione nel breve e nel medio lungo periodo, per poter capire se l'impresa ha capacità sia di far fronte ai costi dell'indebitamento sia alla restituzione degli stessi. Ultima considerazione riguarda il fatto che è un indicatore che riporta una quantità, quindi non comparabile con il mercato, sarà quindi utile utilizzarlo all'interno di opportuni



indici per poter standardizzare l'informazione rispetto alle medie di settore e di mercato.

3.3 Analisi dei possibili risultati

L'analisi della posizione finanziaria netta pone un primo problema riguardante il segno della PFN, in quanto potrebbe deviare l'informazione, il segno positivo della prassi indica una situazione

d'indebitamento, mentre seguendo le indicazioni della FNC, utilizzando le attività come addendo positivo, si potrebbe risolvere il problema dell'impatto "mediatico" del segno. L'inserimento nella relazione sulla gestione della dicitura positiva in riferimento all'indebitamento netto, deve quindi essere letto come dato "negativo" se correttamente utilizzata la prassi comune di costruzione della posizione. È sicuramente un falso problema, in quanto un management corretto non lascerà dubbi nei propri comunicati stampa e nei documenti ufficiali, ma vale comunque la pena analizzarlo e cercare di fare chiarezza.

Una seconda considerazione è che la PFN viene definita come un'informativa di risultato con convenzionale in quanto non desumibile direttamente da un documento certificato quale può essere il bilancio d'esercizio regolarmente redatto ed approvato, ma elaborata costruita utilizzando i dati certificati. L'esposizione nella relazione degli amministratori sulla gestione, oppure nei comunicati stampa ha spinto gli organo preposti al controllo del mercato a prendere una posizione circa questo indicatore ed a definirne lo schema "standard".

La definizione di indicatore alternativo di performance IAP viene esplicitata e regolamentata dalla raccomandazione del CERS¹² contenute nel documento dell'ottobre 2005 e successivi orientamenti contenuti nel documento dell'ottobre 2005 dell'ESMA¹³. La definizione ufficiale recita "Un indicatore alternativo di performance è diverso da un indicatore convenzionale specialmente ove si consideri che, omissis, gli indicatori convenzionali sono quelli previsti dagli schemi del bilancio certificato redatto per dare una rappresentazione veritiera e corretta. Gli indicatori alternativi di performance sono chiamati, a volte, indicatori non conformi ai tradizionali principi contabili generalmente accettati." Il documento prosegue con le varie logiche metodologiche di possibile utilizzo per la costruzione degli indicatori.

Premessa importante per poter costruire la PFN è il concetto di " pertinenza gestionale" o "funzionale", le poste di bilancio vengono aggregate sulla base della partecipazione alla gestione corrente e caratteristica dell'impresa riconducibile in linea di massima al processo economico dell'impresa acquisto-gestione-vendita, si esce quindi dal concetto di " liquidità e esigibilità" che prende in considerazione la distanza temporale della posta dall' "incasso o pagamento" di seguito una esemplificazione del processo tipico di tre tipologie di attività generiche :

Tipologie attività	Acquisto	Gestione ¹	Vendita
Produttive	Materie prime, semilavorati	Stoccaggio, trasformazione, stoccaggio	Posizionamento sul mercato
Commerciali	Beni per la rivendita	Stoccaggio	Posizionamento sul mercato
Consulenza	Competenze professionali	Creazione parere	Posizionamento sul mercato

4 La gestione della liquidità e la capacità di generare cash flow A cura di Saverio Marasco

4.1 Metodologia di analisi finanziaria nella costruzione del rendiconto finanziario.

Il *rendiconto finanziario* è uno strumento idoneo per l'analisi finanziaria di un'impresa e si sostanzia nella comparazione delle voci degli stati patrimoniali di due anni contigui, riclassificate secondo il criterio finanziario e integrate con i dati del conto economico. Attraverso tale strumento si possono rilevare le variazioni intervenute nei flussi finanziari aziendali - in entrata ed in uscita -, con specifico riferimento a ciascuna area: reddituale, degli investimenti e finanziaria, dalla quale tali flussi sono generati. Tale strumento fornisce, dunque, indicazioni importanti nella valutazione globale di analisi di bilancio.

Nel corso degli anni il *rendiconto finanziario* è cresciuto di importanza e la sua forma ed il suo contenuto sono stati gradualmente perfezionati.

In particolare, il D.Lgs.139 del 18 agosto 2015, modificando in parte le norme in materia di bilancio, ha introdotto una importante novità in tema di Rendiconto finanziario modificando l'art. 2423 del codice civile. Prima dell'introduzione del decreto, l'art.2423 I comma del codice civile affermava che il bilancio d'esercizio è composto da:

- Stato Patrimoniale;
- Conto Economico;
- Nota integrativa.

Con la nuova formulazione è stata introdotta per i bilanci in forma ordinaria, a partire dagli esercizi finanziari aventi inizio al 1° gennaio 2016, anche l'obbligatorietà dello schema del rendiconto finanziario tra i documenti che formano il bilancio stesso. Sempre il D.Lgs.139/2015 ha poi inserito l'art.2425-ter il quale recita: "Dal rendiconto finanziario risultano, per l'esercizio a cui è riferito il bilancio e per quello precedente, l'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide, all'inizio e alla fine dell'esercizio, ed i flussi finanziari dell'esercizio derivanti dall'attività operativa, da quella di investimento, da quella di finanziamento, ivi comprese, con autonoma indicazione, le operazioni con i soci".

Analizziamo i concetti chiave di questa disposizione.

Innanzitutto è evidente che il rendiconto deve riferirsi all'esercizio corrente e quello precedente.

Per quanto riguarda l'ammontare delle disponibilità liquide, esse comprendono depositi bancari e postali, assegni e denaro e valori in cassa anche espressi in valuta estera.

In particolare, l'OIC¹⁴ 10 richiede che nell'analisi delle disponibilità liquide, se rilevanti, in calce al rendiconto finanziario, la società presenti l'ammontare dei saldi che non sono liberamente utilizzabili dalla società e nella nota integrativa ne dia dettaglio spiegando le circostanze in base alle quali tale ammontare non è utilizzabile: ad esempio, restrizioni legali che rendono i saldi non utilizzabili o un conto corrente vincolato.

Il rendiconto finanziario fornisce, quindi, informazioni utili per valutare la situazione finanziaria (compresa la liquidità e solvibilità) nell'esercizio di riferimento e la sua evoluzione negli esercizi

43

¹² Committee of European Securities Regulators

¹³ European Securities and Markets Authority

¹⁴ Organismo italiano di Contabilità.

successivi ovvero permette di comprendere in quale area si produce o si consuma "moneta": operativa, investimento o finanziamento.

L'attività operativa comprende in genere le operazioni connesse all'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e alla fornitura di servizi, anche se riferibili a gestioni accessorie.

L'attività di investimento comprende le operazioni di acquisto e di vendita delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate e comprende anche la voce riferita agli strumenti finanziari derivati.

L'attività di finanziamento comprende le operazioni di ottenimento e di restituzione delle disponibilità liquide sotto forma di mezzi propri rilevando, quindi, eventuali rimborsi o aumenti di capitale, pagamento di dividendi e acquisti di azioni proprie, oppure di mezzi di terzi.

In ambito internazionale i principali riferimenti per la redazione del rendiconto finanziario sono contenuti nello IAS 1, ovvero il principio contabile internazionale che fissa quali sono i documenti che compongono il bilancio d'esercizio, comprendendo tra questi anche il rendiconto finanziario. Mentre l'obbligatorietà del rendiconto finanziario è desumibile dalla lettura dello IAS 1, le caratteristiche di tale documento e la sua struttura sono fissate dallo IAS 7 secondo il quale il rendiconto finanziario deve essere costruito per evidenziare i flussi di cassa prodotto da ciascuna delle aree gestionali sopra specificate (operativa, finanziaria e d'investimento). La variazione netta delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti è data dalla somma algebrica delle disponibilità derivanti dalle tre diverse aree di attività o in esse impiegate.

In ambito nazionale il principale riferimento resta il già citato principio contabile OIC 10, emanato dall'Organismo Italiano di Contabilità nell'agosto 2014, attualmente in corso di revisione.

In precedenza non vi era un principio contabile interamente dedicato a tale documento, ma di esso si asseriva nell' OIC 12 "Composizione e schemi del bilancio di esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi". L' Organismo Italiano di Contabilità ha sempre ritenuto importante la redazione del rendiconto finanziario quale documento atto a fornire informazioni di natura finanziaria altrimenti non ottenibili dallo Stato Patrimoniale e dal Conto Economico. Per cui, seppure la sua mancata redazione non era considerata una violazione del principio di rappresentazione veritiera e corretta del bilancio, si riteneva che esso dovesse essere incluso nella Nota integrativa, ad eccezione delle aziende di minori dimensioni.

Anche l'OIC 10 "*Rendiconto finanziario*" raccomanda la redazione del rendiconto finanziario per tutte le tipologie societarie, a prescindere dalla dimensione aziendali, tenuto conto della sua rilevanza informativa. Le norme contenute nell'OIC 10 si applicano alle imprese che redigono il bilancio secondo le norme del codice civile e, con i dovuti adattamenti, sono applicabili anche al rendiconto finanziario consolidato.

Da notare che secondo l'OIC 10, il rendiconto finanziario da redigere è quello delle disponibilità liquide, intendendo per disponibilità liquide:

□i depositi bancari e postali;

□gli assegni;

□il denaro e i valori in cassa;

inclusi quelli espressi in valuta estera.

Rispetto a quanto previsto nel principio contabile OIC 12, si è soppresso l'impiego del rendiconto finanziario del capitale circolante netto (CCN) poiché tale risorsa finanziaria è poco usata nelle imprese e non è prevista nella prassi contabile internazionale.

In effetti, il rendiconto finanziario può essere costruito facendo riferimento a varie nozione di risorse finanziarie. I più conosciuti, tuttavia, sono due:

☐ Rendiconto finanziario relativo all'analisi dei flussi di capitale circolante netto.

Rendiconto finanziario relativo all'analisi dei flussi di cassa.

Il rendiconto per flussi di CCN è finalizzato a rappresentare le dinamiche della diversa gestione che hanno contribuito alla formazione e variazione del CCN, mentre nel rendiconto per flussi di cassa vengono analizzate le dinamiche che hanno impattato sulla realizzazione della cassa e capacità di generare cash flow.

Per capitale circolante netto (CCN) si intende la differenza tra il capitale circolante lordo (CCL) o attività correnti e le passività correnti (P). Le attività correnti sono rappresentante da tutti gli impieghi per i quali si prevede un realizzo a breve, ovvero nell'arco dei 12 mesi successivi, mentre si considerano passività correnti quelle per le quali si prevede il rimborso nell'arco dei 12 mesi successivi

La nozione di cassa usata per la costruzione del rendiconto finanziario è più ampia rispetto a quella consueta che indica con questa espressione le sole somme disponibili nella cassa. Infatti, quando si parla di flussi di cassa si intende, oltre a tali somme, anche quelle disponibili nei conti correnti bancari e postali.

Sia per l'OIC 10, che più in generale nell'analisi finanziaria, viene considerato ed utilizzato il rendiconto finanziario per flussi di cassa, sui cui concentreremo la nostra attenzione.

4.1.1 Il principio contabile OIC 10 sul rendiconto finanziario.

Il rendiconto finanziario è una analisi dinamica rispetto all'analisi di bilancio statica, perché analizza la formazione dei flussi di cassa e si differenzia dai flussi reddituali (rappresentati nel Conto Economico) perché non tutti i flussi reddituali hanno avuto il loro impatto monetario, così come le scelte di investimenti/disinvestimenti e di finanziamento incidono sulla formazione della cassa.

Gli approcci o i formati del rendiconto finanziario sono molteplici e spesso dipendono dalla finalità dell'analisi e/o della rappresentazione delle informazioni. In termini di analisi finanziaria lo strumento del rendiconto finanziario è finalizzato:

- ➤ Determinare il flusso di cassa riconducibile alla gestione operativa.
- > Verificare come impatta sulla casa la gestione extra operativa.
- ➤ Determinare il flusso della gestione reddituale.
- > Determinare il flusso della gestione degli impieghi fissi.
- ➤ Determinare l'impatto dei debiti finanziari sulla cassa.
- ➤ Determinare l'impatto delle operazioni sul capitale proprio sulla cassa.

Pertanto, come specificato nel precedente paragrafo, nel rendiconto finanziario per flussi di cassa è possibile individuare le seguenti aree:

- Area gestione reddituale.
- Area gestione Investimenti.
- Area Gestione Finanziamenti

Identificate le aree che si vogliono analizzare è possibile utilizzare prevalentemente due metodi di costruzione del rendiconto finanziario come rappresentato anche nel OIC 10 ovvero:

- Metodo diretto (Ricavi Monetari Costi Monetari).
- Metodo indiretto (Utile di esercizio + costi non monetari ricavi non monetari).

Con il metodo diretto il cash flow derivante dalla gestione operativa è determinato come differenza tra gli incassi e i pagamenti lordi relativi alle principali classi di flussi, come i clienti, i fornitori, ecc.. Con il metodo indiretto il cash flow derivante dalla gestione operativa è determinato partendo dal risultato economico dell'esercizio ed effettuando le rettifiche relative a:

- > operazioni che non hanno determinato variazioni monetarie;
- componenti di reddito associati ai flussi derivanti dalle attività di investimento e di finanziamento. Il metodo diretto è quello consigliato, tuttavia quello indiretto è maggiormente applicato nella pratica. Il rendiconto finanziario deve includere tutti i flussi di disponibilità liquide in entrata e in uscita che si sono avuti nell'esercizio.

I vari flussi devono essere raggruppati nelle seguenti categorie:

Gestione reddituale.

Il flusso della gestione reddituale può essere determinato sia con metodo diretto che con metodo indiretto. Per flusso finanziario della gestione reddituale si intendono i flussi derivanti dall'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e dalla fornitura di servizi e gli altri flussi non ricompresi nell'attività di investimento e di finanziamento. Esempi: incassi della vendita di prodotti e della prestazione di servizi, royalty, commissioni, rimborsi assicurativi e altri ricavi, pagamenti per acquisti di materie prime, semilavorati, merci e altri fattori produttivi, pagamenti per l'acquisizione di servizi, pagamenti di dipendenti.

Nella gestione reddituale devono essere indicati, normalmente, gli interessi pagati ed incassati. Per quanto concerne i dividenti occorre precisare che i dividendi incassati vanno indicati nella gestione corrente, mentre quelli pagati vanno indicati tra le attività di finanziamento.

Sempre nella gestione corrente occorre indicare, in maniera distinta, le imposte sul reddito.

Attività di investimento.

Per flussi da attività di investimento si intendono i flussi finanziari che derivano dall'acquisto e dalla vendita di immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate.

Esempi: acquisti e vendite di fabbricati, impianti, macchinari, attrezzature, brevetti, marchi, concessioni; oneri pluriennali capitalizzati; acquisti e cessioni di partecipazioni; acquisti e cessioni di altri titoli inclusi i titoli di Stato e le obbligazioni.

Tra le attività di investimento vanno compresi i flussi finanziari derivanti dall'acquisto di società controllate o di rami di azienda. Tali flussi devono essere indicati distintamente dagli altri e al netto delle disponibilità liquide acquisite o dismesse come parte dell'operazione.

Attività di finanziamento.

Per flussi da attività di finanziamento si intendono i flussi che derivano all'ottenimento o dalla restituzione di disponibilità liquide sotto forma di capitale di rischio o capitale di debito.

Esempi: incassi per emissione di azioni o quote rappresentative del capitale di rischio, pagamento di dividenti, rimborso di capitale di rischio, incassi o pagamenti per emissione o rimborso di obbligazioni, accensione o restituzione di mutui, accensione o restituzione di altri finanziamenti a breve o lungo termine.

I flussi vanno presentati nell'ordine sopra esposto. Inoltre sono vietate le compensazioni tra flussi finanziari di segno opposto.

Il metodo diretto di calcolo del flusso della gestione reddituale parte dal risultato economico

dell'esercizio e apporta ad esso le dovute rettifiche, mentre il metodo diretto evidenzia i singoli flussi finanziari.

Per quanto riguarda le modalità di esposizione del rendiconto finanziario occorre sottolineare che il codice civile non disciplina alcuno schema obbligatorio da utilizzare come, invece, succede per lo stato patrimoniale e il conto economico: tutto è rimandato alla prassi.

Il prospetto di rendiconto adottato dall'impresa potrà dunque presentarsi con forme diverse:

• a **sezioni contrapposte**. In questo caso il prospetto evidenzia distintamente i flussi negativi e quelli positivi;

Impieghi		Fonti		
Acquisto immobilizzazioni		Aumento capitale proprio		

• a **sezioni divise accostate**. In questa seconda ipotesi il prospetto evidenzia, per ogni causa, il flusso negativo e quello positivo;

CAUSALE	Impieghi	Fonti
Immobilizzazioni		

• in **forma scalare**, qualora il prospetto evidenzia una serie di risultati intermedi attraverso delle aggregazioni successive di dati.

FONTI:	
Flusso prodotto dalla gestione corrente	
Aumenti di capitale proprio	
IMPIEGHI:	

Gli schemi sopra esposti ed individuati dall' OIC 10 sono solo alcuni dei possibili schemi per la costruzione del rendiconto finanziario. Infatti soprattutto nelle analisi finanziarie ogni analista costruisce il suo modello in base alle finalità ricercate (in fase di valutazione di azienda, di analisi di bilancio, di pianificazione finanziaria etc).

47

In sintesi nella costruzione del rendiconto finanziario anche se realizzato su modelli differenti devono essere rispettati i seguenti principi:

- 1) Depurare i Costi e Ricavi da operazioni non monetarie;
- 2) identificare le aree principali (area reddituale investimenti finanziamenti);
- 3) utilizzare un metodo diretto o indiretto

4.2 Contenuto e struttura del rendiconto finanziario

La costruzione del rendiconto finanziario richiede la disponibilità dei dati relativi a due Stati patrimoniali consecutivi, del Conto economico che li collega e ulteriori informazioni di ordine finanziario. Chiaramente l'attendibilità delle informazioni ottenute dal rendiconto finanziario dipende dall'attendibilità dei dati di partenza.

Gli Stati patrimoniali andranno riclassificati in base alla liquidità - esigibilità degli impieghi e delle fonti. A questo punto si evidenzieranno i flussi positivi (cioè le fonti) e quelli negativi (ovvero gli impieghi).

Sono flussi positivi:

- Sono flussi negativi:
- gli aumenti di attività;
- le diminuzioni di passività;
- e diminuzioni di capitale netto;
- la distribuzione di utili;
- i costi.

I flussi così evidenziati sono valori che rappresentano esclusivamente delle differenze contabili. Pertanto sarà necessario effettuare delle rettifiche per passare dalle differenze contabili a delle variazioni che esprimano degli effettivi flussi finanziari.

Facciamo un esempio.

Supponiamo che dall'esercizio n, all'esercizio n+1 si sia avuto un incremento del capitale sociale di 1.000. Questo dato rappresenta un flusso positivo grezzo. Ipotizziamo, però, che l'aumento di capitale sia dovuto alla capitalizzazione di una riserva straordinaria di utili presente in bilancio. La variazione contabile del capitale sociale, dunque, non esprime un'effettiva variazione delle risorse finanziarie a disposizione dell'impresa. Quindi, sarà necessario effettuare una rettifica.

Il tipo di rettifiche da effettuare varia anche in base alla nozione di risorsa finanziaria usata per la costruzione del rendiconto finanziario (CCN o cassa o altra nozione).

Solamente a questo punto si è in grado di redigere il rendiconto finanziario che riporterà le variazioni rettificate dei flussi positivi e negativi.

Il rendiconto spiega dunque l'origine dei flussi finanziari che hanno determinato la variazione delle disponibilità liquide nell'esercizio o nel periodo di riferimento considerato.

I flussi finanziari sono classificati a seconda della natura delle operazioni che li hanno generati nelle seguenti categorie:

- flussi derivanti dalla gestione reddituale,
- flussi derivanti dall'attività di investimento
- flussi derivanti dall'attività di finanziamento

La somma algebrica dei flussi finanziari di ciascuna categoria sopraindicata rappresenta la variazione

netta (incremento o decremento) delle disponibilità liquide avvenuta nel corso dell'esercizio.

Diventa importante comprendere la differenza di concetto tra ricavi/costi e entrate/uscite, infatti mentre le seconde fanno riferimento alla liquidità generata o assorbita i costi e ricavi, anche se monetari, non sempre impattano immediatamente sulla liquidità. Un esempio tipico per capire la differenza è il fatturato; infatti lo stesso non sempre è sintomo di maggiore liquidità.

Il flusso della gestione corrente è la differenza tra le entrate e le uscite ad essa riferita, pertanto se tale differenza è positiva è possibile affermare che la gestione corrente produce liquidità se negativa la stessa assorbe liquidità e pertanto si verifica un fabbisogno finanziario di liquidità che dovrà essere coperto dalle altre aree (Investimenti/disinvestimenti e Finanziamenti).

Per determinare il flusso di cassa legato all'area della gestione corrente partendo dal risultato netto di esercizio è possibile utilizzare il metodo indiretto:

- (+) Risultato netto di esercizio Rettificato (al netto delle imposte)
- (-) Ricavi non monetari (es. rivalutazioni)
- (+) Costi non monetari (es. ammortamenti e accantonamenti)
- = Autofinanziamento Potenziale (Flusso di circolante della Gestione Corrente)
- (+/-) Δ Capitale Circolante Netto (CCN)
- = Flusso della gestione corrente (Autofinanziamento Reale)

Il risultato netto di esercizio rettificato può essere ottenuto attraverso una semplice somma algebrica. Partendo dal risultato di periodo, al netto delle imposte, si sottraggono tutti i ricavi e si sommano tutti i costi che non sono stati prodotti dalla gestione caratteristica:

- componenti negativi o positivi della gestione straordinaria;
- componenti negativi o positivi della gestione accessoria;
- componenti negativi o positivi della gestione finanziaria.

Tale risultato di ricostruzione del conto economico dal basso verso l'altro, porta all'EBIT o Reddito Operativo, che non è ancora espressione del flusso di cassa, pertanto sommando all'EBIT i costi non monetari (ammortamenti e accantonamenti) si arriva all'EBITDA o Margine Operativo Lordo, che costituisce l'autofinanziamento potenziale, ovvero in assenza di impatto di CCN, il flusso di cassa potenziale della gestione caratteristica. Pertanto per determinare il Flusso di cassa della gestione corrente basta sottrarre all'EBITDA la Δ Capitale Circolante Netto (CCN).

4.3 Finalità, destinatari e profili operativi del rendiconto finanziario.

4.3.1 La finalità del rendiconto finanziario.

La finalità del rendiconto finanziario è quella di esprimere la capacità finanziaria di un'impresa, ovvero la capacità di generare flussi di cassa attraverso le singole attività gestionali. Si tratta di informazioni che difficilmente possono essere desunte dal bilancio civilistico e che, negli ultimi anni, anche e soprattutto a causa della crisi economica e delle difficoltà di accesso al credito, hanno assunto sempre maggiore importanza.

Sebbene lo studio della dinamica finanziaria di un'impresa offra informazioni che non coincidono con quelle fornite dal bilancio civilistico, è importante sottolineare che è da quest'ultimo che si parte

e si estraggono le informazioni per una corretta redazione del rendi-conto finanziario.

Il rendiconto finanziario fornisce informazioni utili per valutare la situazione finanziaria della società nell'esercizio o nel periodo di riferimento considerato e la sua evoluzione negli esercizi e/o nei periodi successivi. Per tali motivi viene spesso impiegato nelle analisi previsionali che consentono di proiettare, partendo dai bilanci disponibili, una serie di bilanci previsionali futuri.

L'analisi dei flussi si rileva particolarmente utile e importante ai fini di una programmazione futura più efficiente. Infatti, una corretta redazione del rendiconto finanziario permette di analizzare l'influenza del ciclo di sviluppo degli investimenti e dei ricavi sul flusso di cassa della gestione operativa, il finanziamento delle nuove attività e, soprattutto, l'eventuale risoluzione di situazioni di crisi.

Il rendiconto finanziario fornisce quindi delle preziose informazioni sulla situazione finanziaria dell'impresa. In particolare esso è in grado di evidenziare:

- a) come l'impresa si è procurata le risorse finanziarie necessarie per svolgere la propria attività, ovvero la politica di finanziamento adottata nel periodo in esame. In particolare mostra se, e in che misura, l'impresa si è finanziata attraverso risorse generate dallo svolgimento dell'attività tipica della stessa (autofinanziamento) o ricorrendo a fonti esterne (capitale di proprietà e capitale di terzi);
- b) come l'impresa ha impiegato le risorse finanziarie acquisite, ovvero la politica degli investimenti perseguita nel periodo in esame. In particolare l'impresa avrà potuto impiegare le risorse finanziarie in investimenti in capitale circolante o in immobilizzazioni o ancora nel rimborso di capitali presi a prestito o di capitali propri.

Il rendiconto finanziario può anche evidenziare se lo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa, anziché generare risorse finanziarie assorbe tali risorse, cioè i costi sostenuti per lo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa che hanno generato delle uscite finanziarie superano i ricavi conseguiti dallo svolgimento dell'attività tipica che hanno determinato delle entrate finanziarie.

Le informazioni sulla situazione finanziaria dell'impresa, desumibili dal rendiconto finanziario, sono dunque diverse rispetto a quelle ottenibile dalla sola lettura dello Stato patrimoniale. Quest'ultimo, infatti, evidenzia gli impieghi e le fonti di finanziamento riferiti alla data di bilancio (in genere la data di chiusura dell'esercizio). Il rendiconto finanziario, invece, mostra le variazioni intervenute negli impieghi e nelle fonti in un certo intervallo di tempo (in genere tra due esercizi successivi) e le cause di tali variazioni.

4.3.2 I destinatari del rendiconto finanziario

I possibili destinatari del *rendiconto finanziario* sono soggetti che per varie ragioni hanno l'interesse o l'esigenza di conoscere il reale stato di salute di un'azienda, ovvero la capacità della stessa di generare liquidità e di autofinanziarsi.

Tali destinatari possono essere sia soggetti interni alla struttura aziendale (soci, uffici, direzione interna), sia soggetti esterni (istituti di credito, finanziatori, possibili investitori, soggetti terzi).

Molto spesso le aziende si trovano ad affrontare crisi di liquidità nonostante un buon fatturato, e non sono in grado di capire e comprendere le ragioni di tale crisi. L'unico strumento per capire e cercare di tenere sotto controllo la liquidità aziendale è il *rendiconto finanziario*. L'imprenditore o gli altri soggetti possono capire attraverso il rendiconto finanziario, qual è l'area interna della gestione aziendale che in un determinato periodo ha assorbito maggiori liquidità o al contrario, ha generato risorse. In questo modo è possibile fare un'analisi più attenta per intervenire dove necessario e,

soprattutto, pianificare il futuro (budget di cassa).

A livello pratico, il rendiconto finanziario fornisce all'imprenditore informazioni del tipo:

- ✓ quanta cassa ha generato il business;
- ✓ quanti "soldi" rimangono a fine anno;
- ✓ quali sono le aree che hanno generato risorse e quali quelle che ne hanno assorbite;
- ✓ quali sono i possibili effetti negli esercizi futuri;
- ✓ quante sono le disponibilità liquide prodotte/assorbite dalla gestione aziendale;
- ✓ quali sono le relative modalità di impiego/copertura.

Tra i soggetti esterni destinatari del rendiconto finanziario, possiamo individuare sia chi è chiamato a finanziare l'impresa, sia i potenziali investitori.

In genere, la principale preoccupazione dei soggetti finanziatori è capire se le risorse prestate all'azienda saranno rimborsate. Quindi, ciò che interessa capire è se l'azienda sarà in grado di generare risorse finanziarie e se queste saranno sufficienti a coprire il finanziamento. A questi soggetti di sicuro non interessa se l'azienda chiude con un utile, ma interessa soprattutto la sua capacità di rimborso.

Le risposte che il rendiconto finanziario può fornire ad un finanziatore, sono:

- ✓ la società è/non è in grado di affrontare gli impegni finanziari a breve termine;
- ✓ la società è/non è in grado di autofinanziarsi.

Di contro, il potenziale investitore di un'azienda baserà le sue scelte d'intervento, piuttosto che sui risultati d'esercizio, sull'analisi dei flussi finanziari e sulla capacità dell'impresa oggetto d'interesse di generare liquidità attraverso la sua gestione operativa.

L'investitore, prima di diventare socio di una società, vuole capire come chiuderanno gli esercizi futuri e, soprattutto, se potrà ottenere una soddisfacente distribuzione di utili.

Quest'ultima informazione può essere dedotta solamente dal rendiconto finanziario. Infatti, come noto, un'azienda può anche generare importanti utili, ma questo non significa che sia nelle condizioni finanziarie necessarie per di poterli distribuire ai propri soci.

5 Il fabbisogno finanziario

A cura di Cesare Longo

5.1 Definizione di fabbisogno finanziario

Ogni azienda operante all'interno di un contesto economico ha necessità di dotarsi delle risorse finanziarie necessarie allo svolgimento della propria attività, sia in fase di avvio che per la sua successiva gestione corrente.

Le risorse monetarie sono necessarie sia per effettuare investimenti in fattori a lungo ciclo di utilizzo (fattori a fecondità ripetuta), che formano la struttura tecnico-operativa dell'impresa, sia per acquisire fattori a fecondità semplice (che terminano la loro utilità economica in un solo ciclo produttivo), da destinare alla vendita e ad eventuali scorte di magazzino (materie prime e prodotti finite) sia, infine, per concedere dei crediti di funzionamento alla clientela che richiede dilazioni di pagamento.

La quantità di risorse finanziarie di cui ha bisogno l'impresa è definita come il suo fabbisogno finanziario, ovvero la quantità di risorse monetarie sufficienti a coprire le uscite derivanti dai costi aziendali. Il fabbisogno finanziario si può distinguere in un fabbisogno di medio-lungo termine, finalizzato a finanziare gli investimenti aziendali, ed in uno a breve termine, finalizzato alla copertura delle uscite finanziarie derivanti dai costi della gestione corrente.

Per quantificare correttamente il fabbisogno finanziario di una impresa è di primaria importanza analizzare e comprendere l'andamento del suo ciclo di cassa (o finanziario). Una situazione dove si manifestano prima le entrate e successivamente le uscite finanziarie è evidentemente molto diversa da quella opposta, dove prima si affrontano le uscite e successivamente si avranno le entrate!¹⁵ Il fabbisogno è quindi anche strettamente correlato alle caratteristiche dei ricavi aziendali, fonte primaria di generazione delle risorse finanziarie, quali i tempi e le modalità di incasso dei crediti correlati.

La struttura finanziaria dell'impresa dovrà essere costruita sulla base dei risultati di queste analisi, al fine di utilizzare le fonti di copertura del fabbisogno finanziario più adatte, efficienti ed economiche. Una attenzione particolare va data al fabbisogno finanziario iniziale, cioè quello che si presenta nel momento della costituzione dell'azienda. In questa prima fase di vita l'azienda ha bisogno di:

- acquistare fattori produttivi a lungo ciclo di utilizzo (impianti, attrezzature, strutture);
- acquistare fattori produttivi a breve ciclo di utilizzo (beni e risorse destinate ad essere trasformate);
- acquisire disponibilità liquide per gli altri costi necessari all'avvio dell'attività aziendale (servizi, altri costi di gestione).

In questo caso l'attenta (e corretta) pianificazione dei fabbisogni finanziari e dei mezzi idonei al loro soddisfacimento può essere cruciale per la sopravvivenza dell'impresa.

5.2 Fabbisogno finanziario di breve periodo

Nel breve periodo¹⁶, ipotizzando l'assenza di uscite per costi di investimento, il fabbisogno finanziario è relativo alle uscite per costi della gestione corrente di breve periodo, non coperte da corrispondenti entrate finanziarie o in ogni caso non temporalmente correlate.

In questa ipotesi, infatti, è di tutta evidenza che la fonte primaria di copertura di questo fabbisogno dovrebbero essere le entrate monetarie derivanti dai ricavi che l'azienda dovrà avere dalla vendita dei beni prodotti o dei servizi erogati. L'equilibrio si raggiungerà quindi quando l'ammontare delle entrate sarà almeno pari all'ammontare delle uscite finanziarie.

Tuttavia, assume importanza anche il susseguirsi temporale di queste entrate ed uscite: è evidente che se nella linea del tempo le uscite precedono le entrate, l'azienda presenterà un fabbisogno finanziario pari al valore netto di queste uscite per il periodo di sfasamento temporale rispetto alle entrate. Un esempio numerico ci aiuterà a capire meglio.

- Se le entrate di 1.000 euro sono a vista e le uscite di 900 euro saranno fra 60 giorni, l'azienda non avrà nessun fabbisogno finanziario;
- Se le uscite di 900 euro sono a vista e le entrate di 1.000 euro saranno fra 60 giorni, l'azienda avrà un fabbisogno finanziario di 900 euro per 60 giorni.

Nella realtà accade anche che vengano perseguite politiche commerciali aggressive che permettano

la formazione di crediti di funzionamento, con la concessione alla clientela di ampie dilazioni di pagamento.

Tutte queste condizioni portano alla nascita di un fabbisogno finanziario di breve periodo, che potrà essere coperto attraverso versamento di capitale proprio (di rischio) o attraverso il ricorso all'indebitamento a breve sul mercato dei capitali, sia attraverso i canali della finanza tradizionale (apertura di credito in c/c bancario, c/c anticipo fatture, factoring e così via) sia attraverso quelli della cosiddetta finanza alternativa (mini bond, crowfunding, colending).

5.3 Fabbisogno finanziario di medio lungo periodo

In fase di avvio dell'attività e nel medio lungo periodo¹⁷ l'azienda dovrà affrontare dei costi di investimento, per dotarsi di tutti quei beni durevoli necessari alla produzione dei suoi beni o servizi, per rinnovarli (a causa dell'esaurimento della loro utilità nel processo produttivo) o per acquisirne di nuovi per sviluppare le proprie attività. Il suo fabbisogno finanziario complessivo sarà dato dalle uscite finanziarie necessarie all'acquisto dei beni di investimento che l'impresa ha programmato di acquisire per realizzare il suo piano industriale.

Se dal fabbisogno finanziario complessivo sottraiamo le entrate derivanti dal ciclo dei ricavi, otterremo il fabbisogno finanziario netto o residuale, che potrà essere coperto attraverso due tipologie di finanziamenti:

- 1. Finanziamenti con capitale di rischio, attraverso la sottoscrizione di azioni sociali, che come sappiano non hanno alcun obbligo di restituzione e vengono remunerati esclusivamente attraverso la distribuzione degli eventuali utili derivanti dalla gestione aziendale;
- 2. Finanziamenti con capitale di debito, che possiamo a sua volta suddividere in debiti di finanziamento e di funzionamento (o di regolamento).

Il finanziamento con capitale di rischio, o capitale proprio, può essere effettuato attraverso l'apporto di nuove risorse finanziarie da parte dei soci oppure attraverso l'autofinanziamento aziendale con il reinvestimento degli utili prodotti dall'azienda, o una combinazione delle due possibilità.

Nel caso l'azienda riesca a coprire totalmente le uscite previste con le entrate derivanti dalla sua attività, ci troveremo di fronte ad una azienda che è in grado di autofinanziarsi completamente e che non presenterà alcun fabbisogno finanziario. Nella realtà, tale situazione è abbastanza rara e di norma nessuna azienda riesce ad autofinanziare completamente i propri costi di investimento.

In aggiunta al capitale di rischio, sarà quindi necessario ricorrere al mercato creditizio per stipulare dei debiti di finanziamento a medio/lungo termine, costituiti principalmente da prestiti ottenuti dal sistema bancario, (mutui, prestiti a medio-lungo termine), da investitori istituzionali (obbligazioni, prestiti vincolati) o da privati (obbligazioni, prestiti, mutui).

5.4 Metodologie di calcolo

Le metodologie sono molteplici, molto importante è la definizione dell'intervallo temporale dell'analisi, una buona situazione di medio periodo può essere non corretta nel breve, ed andare a

¹⁵ Ogni settore economico ha un suo ciclo di cassa caratteristico, basti pensare al settore delle costruzioni e quello della grande distribuzione alimentare

¹⁶ Si ricorda che il breve periodo in economia aziendale è convenzionalmente definito come un periodo con durata massima di 12 mesi.

¹⁷ Il medio-lungo periodo è definito in economia aziendale come un periodo superiore a 12 mesi.

creare costi per accesso al credito di breve solitamente costoso. L'utilizzo di margini desunti dalla riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio di liquidità esigibilità dà la possibilità di analizzare gli squilibri di lungo periodo con maggiore attendibilità rispetto all'analisi di capitale circolante netto molto più dinamico anche nel brevissimo periodo.

Una buona analisi storica del brevissimo¹⁸ e del breve periodo prende in considerazione tutti i movimenti in un determinato lasso di tempo ottenendo il fabbisogno anche al giornaliero di cassa. Esemplificando ed utilizzando lo schema "fonti ed impieghi" si può vedere come le variazioni di cassa dipendono dalle decisioni circa gli investimenti e dalla struttura finanziaria adottata:

IMPIEGHI	FONTI
	ELUCCO DI CACCA CECTIONE
NUOVI INVESTIMENTI	FLUSSO DI CASSA GESTIONE
	CARATTERISTICA CORRENTE
RIMBORSI	NUOVI DEBITI
DIVIDENDI	DISINVESTIMENTI
ONERI FINANZIARI	AUMENTO DICAPITALE
VAR. CASSA (+)	VAR. CASSA (-)

Tutte le informazioni vengono quindi desunte dall'analisi dei budget, dalle vendite fino al master budget complessivo di tutta la strategia che il management vuole seguire per il periodo di riferimento. Strumento base per determinare il fabbisogno finanziario futuro è il budget finanziario composto da:

- Budget di cassa
- Budget investimenti
- Budget patrimoniale

I sopraindicati documenti dipendono direttamente da quelli economici e strategici; le vendite e gli approvvigionamenti incrociati con la strategia dei pagamenti ai fornitori e della concessione di credito alla clientela determineranno parte delle dinamiche del C.C.N..

Nel budget di cassa ricadono quindi tutti i pagamenti e le riscossioni, ampliando o diminuendo il lasso di tempo analizzato possiamo avere l'importo del fabbisogno finanziario del breve, medio e lungo periodo. Espressione della strategia di medio e lungo periodo è il budget degli investimenti, la struttura produttiva dell'impresa ipotizzata per poter far fronte alla produzione ed alle vendite del budget di vendita, mentre quello patrimoniale rappresenta l'ipotizzata struttura finanziaria, la divisione tra mezzi propri e di terzi e la successiva tra breve e medio-lungo termine.

A cura di Daniela Totaro, Maria Lorena Totaro e Maurizio Maraglino Misciagna

Le aziende, per lo svolgimento delle loro attività, necessitano di risorse finanziarie (o capitali). Due sono i canali attraverso i quali l'impresa acquisisce i mezzi finanziari: il capitale proprio ed il capitale di terzi.

Prima di approfondire entrambe le tipologie di fonti di finanziamento è opportuno fare alcune considerazioni sui vantaggi e gli svantaggi dal punto di vista dell'impresa. In entrambi i casi essa deve corrispondere un rendimento al finanziatore. I soci, in quanto remunerati in subordine ai creditori ed in via eventuale, richiedono una remunerazione maggiore dei terzi finanziatori, il che comporta per l'impresa un maggior costo del capitale proprio. I finanziamenti di terzi, inoltre, hanno un costo (gli interessi) che l'impresa può dedurre fiscalmente, cioè lo può portare a riduzione del reddito sul quale vengono pagate le imposte, generando quindi un risparmio fiscale. Ricorrere al capitale di terzi consente poi all'impresa di reperire risorse senza l'ingresso di nuovi soci, il che permette di mantenere stabili gli assetti proprietari e quindi il controllo dell'impresa.

Per salvaguardare la solidità dell'impresa, l'indebitamento non deve però essere eccessivo. Debiti ingenti comportano infatti un elevato peso degli interessi passivi, che può tradursi in primo luogo nella perdita (parziale o anche totale) del beneficio fiscale. Ancor più importante è il rischio che l'impresa non sia nelle condizioni di pagare debiti ed interessi alle scadenze previste, risultando così insolvente. A questo punto le banche, temendo di perdere i mezzi finanziari prestati, reagiscono chiedendo all'impresa garanzie di corretto adempimento dell'obbligazione (ad. es. ipoteche sugli immobili), di ridurre l'utilizzo degli affidamenti in c/c, o se saranno disposte a finanziarla, chiederanno un tasso più alto a causa del maggior rischio. I fornitori, temendo di non incassare, saranno più restii ad effettuare le consegne (potrebbero ad es. richiedere in cambio il pagamento immediato). Se le difficoltà persistono, l'impresa potrebbe trovarsi in difficoltà a pagare anche i propri dipendenti, e così via. Un eccessivo indebitamento, in pratica, aumenta il rischio d'insolvenza dell'impresa, e ciò può portare anche al suo fallimento, con i costi che ne conseguono.

Di conseguenza, non è buona pratica operare con poco capitale (impresa sottocapitalizzata). Al di là di questa considerazione generale, non si può stabilire a priori la struttura finanziaria ottimale di un'impresa. Essa dipende da numerosi fattori, quali lo stadio di sviluppo dell'impresa, le caratteristiche del settore in cui essa opera ed anche da variabili macroeconomiche, come i tassi d'interesse di mercato.

6.1 Autofinanziamento

di Daniela Totaro

L'autofinanziamento è la capacità che ha l'azienda di produrre al suo interno le risorse finanziariomonetarie che servono per la gestione, senza fare ricorso a fonti esterne di finanziamento, oppure riducendo quanto più possibile il ricorso ai finanziamenti esterni, oppure evitando il versamento di

55

⁶ Le Fonti del finanziamento

¹⁸ Denominato di tesoreria

nuovi capitali da parte dei soci. In altri termini si tratta di un fenomeno di natura finanziaria, anche se ha origine nella gestione reddituale, ovvero nei componenti di reddito attivati dalla gestione corrente; esso si traduce in un flusso di CCN, ovvero un flusso di risorse finanziarie disponibili per alimentare la gestione extracorrente, e per questo viene anche definito come reddito spendibile (incremento o decremento che subisce il CCN in un certo periodo di tempo per effetto della gestione corrente).

Si può quindi ricondurre l'Autofinanziamento a quella parte delle risorse finanziarie che trova origine nella gestione corrente che rimane a disposizione dell'impresa temporaneamente o permanentemente, e che l'impresa può spendere liberamente nei limiti di tali vincoli temporali: per tanto l'autofinanziamento viene anche definito come reddito spendibile.

Le modalità di calcolo sono:

Autofinanziamento in senso stretto: è rappresentato dagli utili accantonati a riserva.

Autofinanziamento in senso ampio:

- Metodo reddituale diretto: l'autofinanziamento corrisponde a quella parte delle Entrate finanziare della gestione corrente che non vengono riassorbite nel periodo dalle Uscite finanziarie della gestione corrente (ovvero dai costi monetari e dagli oneri finanziari) da questo deriva la formula del metodo reddituale diretto:

[ricavi di vendita + rimanenze prodotti] – [costi fattori a fecondità semplice – rimanenze mp + oneri finanziari]

- Metodo reddituale indiretto: le Entrate finanziarie che restano temporaneamente o permanentemente a disposizione dell'impresa, corrispondono al reddito globale loro e ai costi non monetari. Ne deriva, quindi, che l'autofinanziamento è così rappresentato:

Reddito globale lordo + costi non monetari

Costi non monetari

imposte sul reddito

- + ammortamenti
- + accantonamenti ai fondi rischi per oneri presunti futuri
- + accantonamenti per TFR

Autofinanziamento in presenza di produzione ad uso interno: la produzione ad uso interno è un ricavo

non monetario. Per calcolare l'autofinanziamento occorre separare i costi monetari e non monetari della produzione venduta da quelli della produzione interna. I costi della produzione interna non si considerano perché si annullano coi ricavi non monetari che hanno segno meno.

Autofinanziamento in presenza di attività extra caratteristiche: si devono conteggiare i costi e i ricavi atipici nel calcolo.

Autofinanziamento in presenza di attività straordinaria: le operazioni di natura straordinaria non riguardano la gestione corrente quindi per definizione non hanno effetti sull'Autofinanziamento, quindi non vanno considerati.

Autofinanziamento in presenza di fondo svalutazioni crediti: l'accantonamento, in quanto rettifica di ricavi deve essere sottratto ai ricavi nella formula diretta, o non considerato nella formula indiretta.

Autofinanziamento in presenza di perdite: la presenza di una perdita non esclude la formazione di autofinanziamento. La perdita implica che i ricavi non coprono la totalità dei costi, ma perché vi sia autofinanziamento è sufficiente che i ricavi monetari siano superiori ai costi non monetari.

Lagestionecorrentesirisolvenella formazione dirisultatisignificativinon solo sulpiano dell'economicità (perché da essa dipende l'economicità dell'utilizzo della capacità produttiva => gestione reddituale), ma anche sul piano finanziario. In particolare la variazione, per effetto della gestione corrente, del CCN corrisponde all'Autofinanziamento in senso ampio (reddito spendibile) mentre la variazione, per effetto della gestione corrente, del solo capitale monetario può essere definito come cash flow corrente.

La variazione totale del CCN può essere dovuta sia a gestione corrente che extracorrente. Dal punto di vista della determinazione delle variazioni del CCN la variazione totale si può calcolare confrontando il CCN dei due esercizi coi dati di bilancio. La variazione dovuta alla gestione corrente è pari all'autofinanziamento in senso ampio. La variazione per la gestione extracorrente è pari alla differenza di questi due valori.

Dal punto di vista invece della determinazione delle variazioni del capitale monetario, il Cash flow totale può essere calcolato come la differenza tra capitale monetario finale e capitale monetario iniziale e anche come differenza tra Entrate e Uscite monetarie del periodo. Il Cash flow corrente è la variazione del capitale monetario indotta dalla gestione corrente, e può essere calcolata in due modi:

- Metodo diretto: basato sulla natura del fenomeno, è la differenza tra Entrate Monetarie e Uscite Monetarie della gestione corrente.

[ricavi di vendita – variazione dei crediti di funzionamento + interessi attivi + ricavi extra caratteristica – accantonamento a fondo svalutazione crediti] – [costo fattori produttiva a fecondità semplice – variazione debito di funzionamento + oneri finanziari]

Metodo indiretto: deriva dalla considerazione che l'autofinanziamento in quanto variazione che il CCN subisce per effetto della gestione corrente, ha un valore che è pari alle variazioni che si determinano, per effetto della gestione corrente, nei componenti di capitale che concorrono alla sua formazione: il capitale monetario, la cui variazione per effetto della gestione corrente corrisponde appunto al cash flow corrente, e il CCN operativo che varia solo per effetto della gestione corrente e la cui variazione è pari alla somma algebrica delle variazioni dei crediti e dei debiti di funzionamento e delle scorte.

[autofinanziamento – variazione CCN operativo (variazione crediti di funzionamento – variazione materie prime] – variazione rimanenze prodotti + debiti di funzionamento]

Cash flow extracorrente: cash flow totale – cash flow corrente. Attraverso la formazione di risorse finanziarie temporaneamente o permanentemente disponibili, dalla gestione corrente deriva una ricaduta positiva sulle prospettive di economicità e di sviluppo dell'impresa dovuto al rapporto tra investimenti e fonti esterne di finanziamento. L'autofinanziamento viene normalmente impiegato dall'impresa (sia il capitale temporaneamente disponibile, sia quello permanentemente disponibile) per l'acquisizione di nuovi ffr o per rimborsare capitale acquisito esternamente. Questa prassi non è priva di effetti sul piano economico, in quanto i nuovi investimenti consentiranno di generare più reddito operativo e i rimborsi comporteranno una diminuzione degli oneri finanziari.

In ogni caso a fronte di un maggiore reddito operativo disponibile per fronteggiare gli oneri finanziari (diminuiti o meno), si configura, al netto di questi oneri, una migliore capacità di remunerare il capitale di rischio. Ovviamente alle scadenze dovute bisognerà fronteggiare tutte le obbligazioni di pagamento: se a tali scadenze l'impresa non ha le disponibilità liquide necessarie, potrà sempre finanziarsi coprendo gli oneri della remunerazione del nuovo capitale acquisito grazie agli accresciuti margini di redditività operativa. In conclusione la formazione di risorse finanziarie per effetto della gestione corrente rende meno stringenti le interdipendenze tra gli aspetti economici e finanziari della gestione, nel senso che la minore pressione esercitata sul reddito operativo dalle fonti esterne di capitale, migliora le condizioni di redditività dell'impresa. Tutto ciò si risolve in una accresciuta capacità dell'impresa di far fronte congiuntamente ai vincoli di equilibrio economico e finanziario dell'impresa.

6.2 Il finanziamento del breve e del lungo periodo di Maria Lorena Totaro

Il processo di scelta delle fonti di finanziamento da parte del management che intenda gestire la propria azienda nel rispetto dell'equilibrio finanziario e patrimoniale, deve necessariamente poggiare sull'analisi del fabbisogno di capitali e sulla conoscenza del mercato dell'offerta dei capitali stessi. Quindi, il passo di maggiore importanza è rappresentato dalla previsione del fabbisogno e dall'individuazione delle sue caratteristiche.

Fondamentalmente il ricorso al capitale di terzi (istituti di credito e finanziarie) pone due problemi: il primo è quello della capacità reddituale di restituzione di ciascun soggetto e delle eventuali garanzie, personali o reali, da prestare. Le imprese, infatti, sono quindi limitate, nel loro accesso al credito, a questi due fattori. Il secondo problema è quello relativo al costo del finanziamento. Le imprese devono evitare di indebitarsi al punto che il costo degli interessi passivi diventi così elevato da superare il reddito operativo e quindi da trasformare il potenziale utile in una perdita.

6.2.1 Finanziamenti a breve termine

di Maria Lorena Totaro

I finanziamenti bancari a breve termine rientrano tra le operazioni bancarie le cui scadenze contrattuali non devono superare i diciotto mesi. Vanno comunque inclusi in questa categoria anche i prestiti bancari "a revoca", ossia quelli concessi a scadenza indeterminata ma per i quali la banca si riserva la facoltà, incondizionata ed insindacabile, di richiedere al finanziato la restituzione delle somme erogate, con tempi di preavviso molto brevi.

I Finanziamenti bancari a breve termine si distinguono in:

- prestiti diretti (operazioni di prestito bancario), per i quali la banca sostiene un esborso certo
 ed immediato a favore del proprio affidato che rappresenta l'unico soggetto tenuto al rimborso
 delle somme prestate alla scadenza pattuita;
- operazioni auto liquidabili (operazioni di smobilizzo), nelle quali i mezzi finanziari necessari al rimborso delle somme provengono da un terzo soggetto, di norma debitore dell'affidato.

L'indebitamento a breve termine, di prassi dovrebbe essere utilizzato, nelle sue varie forme, per finanziare la gestione corrente dell'impresa e quindi per sopperire a carenze di capitale circolante e a sfasamenti momentanei nei flussi di cassa. Si tratta infatti di finanziamenti piuttosto costosi, revocabili dalla banca in qualsiasi momento o comunque con un preavviso molto breve. Di seguito si elencano le principali forme di finanziamento a breve termine.

6.2.2 Scoperti di c/c

di Maria Lorena Totaro

Con lo scoperto di c/c, la banca mette a disposizione del correntista una determinata somma, cioè apre una linea di credito, che può essere utilizzata del tutto o in parte, anche in mancanza di fondi sul conto, ogni qualvolta se ne abbia la necessità, per effettuare operazioni come: emissione di assegni, bonifici e prelievi. Lo scoperto di conto può essere a tempo determinato o a tempo indeterminato. Nel primo caso, la banca si impegna a mettere a disposizione del cliente l'importo prestabilito per un certo periodo di tempo e la banca può recedere dal contratto solo per giusta causa, concedendo però al cliente almeno 15 giorni di tempo per ripianare il debito. Nel secondo caso la somma viene messa a disposizione per un periodo non prestabilito e le parti possono recedere con un preavviso di 15 giorni, a meno che il contratto preveda accordi diversi.

Lo scoperto di conto può rivelarsi uno strumento molto utile perché, grazie alla somma messa a disposizione dalla banca, evita di "andare in rosso" soprattutto quando si devono affrontare spese impreviste ma non si ha temporaneamente la liquidità necessaria.

Tuttavia bisogna fare attenzione e non utilizzare lo scoperto di conto in maniera sistematica perché i suoi costi, composti dagli interessi debitori e dalle commissioni, sono piuttosto alti rispetto a quelli che normalmente si pagano su un finanziamento classico.

I costi variano da banca a banca e dipendono da quanto previsto nel contratto, ma sono comunque mediamente elevati. Oltre agli interessi debitori calcolati sulla somma del fido utilizzata e sulla durata (si considerano i giorni di utilizzo), normalmente è previsto un canone mensile equivalente alla commissione per la messa a disposizione dei fondi, che varia in funzione dell'entità del fido, e che può essere al massimo pari allo 0,5% della somma concessa per trimestre. Il canone si deve versare anche quando non si usufruisce del fido.

6.2.3 Sconto di effetti

di Maria Lorena Totaro

E' un finanziamento avente una scadenza di solito non superiore ai 5 anni, basato sulla presentazione all'incasso di effetti cambiari non ancora scaduti, previa deduzione degli interessi, nel rispetto della clausola salvo buon fine. Lo sconto può essere concesso anche nell'ambito di una linea di sconto cambiario (cosiddetto "Castelletto") accordato dalla Banca. La linea di sconto può essere concessa a tempo indeterminato.

Gli interessi, a qualsiasi titolo dovuti, salvo diverso accordo tra le parti, sono calcolati sulla base dell'anno civile. Dalla somma degli importi delle cambiali girate per lo sconto vengono dedotti interessi conteggiati al predetto tasso con il sistema dello sconto commerciale o, in relazione a quanto concordato con il cliente, con il sistema dello sconto composto, a partire dal giorno dell'erogazione (compreso) sino, al massimo, al nono giorno successivo alla scadenza delle singole cambiali. Per quanto attiene alle garanzie, l'operazione può essere assistita da garanzie reali (pegno, ipoteca o privilegio speciale o generale) e/o personali (fideiussioni e/o avalli). Tuttavia, è possibile richiedere che il finanziamento, qualora sussistano i requisiti previsti dalla normativa vigente, venga assistito dalla Garanzia Diretta del Fondo di Garanzia per le PMI ex Legge 662/96 e successive modifiche e integrazioni, il cui scopo è di facilitare l'accesso al credito delle PMI.

Tra i principali rischi a carico del cliente, vi è quello di dover restituire le somme anticipate dalla banca, qualora il credito oggetto dello sconto non venga onorato, sempre che non si tratti di sconto pro soluto.

6.2.4 Factoring

di Maria Lorena Totaro

Il factoring ha due funzioni, quella di "finanziamento" e quella gestionale (semplificazione, riduzione dei costi e del rischio, per la sfera di gestione dei crediti). Per definizione, consiste semplicemente nella cessione a una società specializzata (le grandi banche hanno strutture mirate che si occupano proprio di questo settore) di una parte (relativi ad un solo debitore) o della totalità di crediti (tutti o più debitori) così da monetizzare immediatamente il loro controvalore al netto delle commissioni e costi applicati.

Il factoring può essere pro solvendo o pro soluto, e si può presentare in questo caso anche senza notifica (viene utilizzato quando si cede la sola gestione della fase di incasso senza dare informazione ai debitori della stipula dell'accordo stesso).

Se si sceglie la tipologia pro solvendo il cedente (l'impresa) non è liberato da eventuali "obblighi" nei confronti della società di factoring, qualora una parte dei debiti non dovesse essere rimborsata. Questo genere di contratto viene stipulato per ridurre i costi di incasso, per ridurre il rischio ed affidare le azioni di recupero in sede legale (riscossione dei debiti) alla società stessa di factoring. Ha comunque carattere prevalentemente di tipo gestionale, sfruttando ovviamente i vantaggi legati all'ottenimento di entrate anticipate sul credito rispetto alle scadenze, rendendo più costante o prossimo alle necessità l'apporto di liquidità.

Invece in quello pro soluto l'azienda cede di fatto il credito, cedendo anche il rischio ad esso collegato. Le fasi che portano alla conclusione del contratto sono più complesse rispetto al pro solvendo (che si basa su uno scambio di corrispondenza), in quanto la banca o la società che offre il servizio devono poter valutare la solidità dei vari debitori così da valutarne il rischio.

Generalmente questo tipo di contratto porta alla creazione di un **credito rotativo**, con un fido prefissato, così da permettere all'azienda di usare la liquidità di cui ha bisogno al sorgere delle varie necessità.

Anche per la componente formale, legata alle scritture contabili, c'è differenza a seconda del tipo di factoring e cioè:

- **Pro soluto**: non vanno riportati nello stato patrimoniale ma solo nel conto economico come risultato tra differenza tra costi e ricavi;
- Pro soluto senza notifica: i crediti non ceduti rimangono nelle attività dello stato patrimoniale, mentre nel conto economico si riportano come debiti le commissioni pagate a chi si occupa della riscossione;
- **Pro solvendo:** non si riportano nell'attivo dello stato patrimoniale e si indicano sia come debiti che crediti nel conto economico con indicazioni specifiche in nota integrativa ed eventuale riporto nel fondo rischi.

6.2.5 Finanziamenti a medio e lungo termine

di Maria Lorena Totaro

I finanziamenti bancari a medio-lungo termine sono contraddistinti da una scadenza contrattuale superiore a diciotto mesi. A differenza dei finanziamenti bancari a breve termine (destinati in maniera indifferenziata al finanziamento del capitale di esercizio delle imprese), questa tipologia è indicata come "credito di scopo" perché si rende necessario stabilire una stretta relazione tra il prestito erogato e l'investimento destinato ad essere finanziato.

Risulta difficile delimitare il grado di rischio insito nel prestito perché più scadenze sono protratte nel tempo maggiori risultano le difficoltà di previsione dell'andamento futuro dell'impresa affidata e, di conseguenza, le possibilità di errori di valutazione e rischi di perdita. Le forme più ricorrenti di finanziamenti a medio e lungo termine sono elencate di seguito.

6.2.5.1 Mutuo

di Maria Lorena Totaro

Il mutuo aziendale è un contratto bancario che prevede il prestito di una certa somma di denaro da parte di una banca (il mutuante) a favore di un'impresa richiedente (il mutuatario), e l'obbligo da parte di quest'ultima di restituire il credito concessole in rate dilazionate nel tempo comprensive di interessi.

Il mutuo viene investito in azienda per potenziare e migliorare la propria produttività tramite ad esempio l'acquisto, la ristrutturazione o l'adeguamento degli immobili dove si svolge il lavoro dell'impresa (uffici, negozi, capannoni, ecc.) o degli impianti e dei macchinari che servono a svolgere tale lavoro.

Le tipologie di mutuo più comuni e funzionali per le aziende, sono di seguito elencate:

- Mutuo ipotecario è un finanziamento a medio-lungo termine che consente di coprire le spese per l'acquisto, costruzione e ristrutturazione di immobili, impianti e macchinari propedeutici all'attività d'impresa. Viene erogato a fronte di un'ipoteca che attribuisce al creditore, in caso di insolvenza del debitore, il potere di espropriare il bene sul quale l'ipoteca è stata iscritta e di essere soddisfatto con preferenza sul prezzo ricavato dalla vendita. Il tasso in questo caso può essere fisso o variabile
- Mutuo stagionale è dedicato a tutte quelle imprese che hanno un'attività lavorativa concentrata in uno o più periodi stagionali. Un esempio sono le aziende turistiche attive nel periodo estivo o invernale, quindi il rimborso delle rate coinciderà con il periodo di svolgimento dell'attività.
- Mutuo di ricapitalizzazione aziendale è il finanziamento destinato ad appoggiare programmi di investimento in concomitanza a piani aziendali di ricapitalizzazione. E' strettamente concordato con l'istituto di credito che permette di risanare la passività del conto corrente. Il mutuo a breve termine può trasformarsi in un mutuo a medio e lungo termine.
- Mutuo edilizio è finalizzato a tutte le attività economiche che vogliono costruire, acquistare, ristrutturare o ampliare un immobile aziendale, necessita della garanzia ipotecaria.
- Mutuo chirografario è concesso a piccole realtà aziendali. Non è assistito da nessuna garanzia ma

- solo da un documento siglato con la firma del contraente.
- Mutuo aziende agricole ha un raggio d'azione ampio, è per tutti coloro disponibili a finanziare attività in molti settori dell'agro-alimentare e possono legarsi a garanzie di natura ipotecaria su beni, immobili, produzioni.
- Mutuo per il fotovoltaico è direttamente destinato a finanziare la realizzazione di impianti fotovoltaici. Sono mutui collegati agli incentivi gestiti ed erogati dal Gestore dei Servizi Energetici che vincola alla fabbricazione di impianti con una potenza obbligatoriamente superiore ad 1 kw.

Convenzionalmente l'accensione di un mutuo prevede:

- spese di istruttoria essenziali per la valutazione soggettiva ed oggettiva del richiedente;
- assicurazione obbligatoria su incendio e scoppio;
- bspese di perizia dove un tecnico perito avrà il dovere di valutare l'immobile.

Con riferimento, invece, ai vantaggi e agli svantaggi dell'accensione di un mutuo:

VANTAGGI	SVANTAGGI
L'azienda può dedurre fiscalmente il costo degli interessi	E' concesso solo a chi possiede certi requisiti di solidità finanziaria
"Fare un mutuo" permette di avere a disposizione un'immediata quantità di denaro liquido	Richiede come contropartita l'ipoteca di uno o più immobili
Si possono reperire risorse senza l'ingresso di nuovi soci permettendo di mantenere stabili gli assetti proprietari e il controllo dell'impresa	In genere prevede un piano di ammortamento di lunga durata

Insidie del mutuo: occorre fare attenzione a

Principali diritti del cliente, è redatto un documento secondo un modello standard e tratta gli aspetti fondamentali da tenere presente in ogni fase del rapporto tra l'intermediario e il cliente nella fase precontrattuale al momento della stipula del contratto.

Foglio informativo che racchiude le informazioni sulla banca e sul finanziamento, sulle condizioni, sulle principali caratteristiche e sui rischi tipici dell'operazioni o del servizio.

Contratto: il cliente può chiedere una copia del contratto di mutuo senza essere obbligato a concluderlo.

Documento di sintesi contiene al suo interno le condizioni economiche pubblicizzare nel foglio informativo.

Foglio comparativo è un documento che racchiude informazioni generali sulle differenti tipologie di mutui, al cui interno ci sono i prodotti della specie offerti dall'intermediario, caratteristiche e rischi tipici dei mutui. Per ciascuno dei mutui il documento deve specificare il tasso d'interesse, la durata minima e massima del mutuo, le modalità di ammortamento, la periodicità delle rate, il TAEG e l'esempio d'importo di rata di ciascun mutuo.

6.2.5.2 Leasing finanziario

di Maria Lorena Totaro

Il leasing finanziario (o locazione finanziaria) è un contratto mediante il quale una società di leasing (locatore) concede ad un soggetto (locatario), a fronte del pagamento di canoni periodici, l'utilizzo di un bene per un certo periodo di tempo e la possibilità di acquistare il bene stesso al termine di tale periodo ad un prezzo (prezzo di riscatto) stabilito fin dall'origine.

La natura finanziaria dell'operazione

Scopo del locatario è la ricerca di mezzi finanziari necessari per l'acquisto di un bene strumentale, che si prevede rimarrà stabilmente inserito nel processo produttivo dell'azienda.

E' infatti la società di leasing che acquista il bene scelto ed utilizzato dall'impresa che, per divenirne proprietaria, si impegna a rimborsare alla società di leasing il denaro che ha anticipato a fronte dell'acquisto del bene mediante il pagamento dei canoni convenuti e del prezzo di riscatto stabilito. I canoni periodici rappresentano, quindi, il rimborso del capitale prestato (dalla società di leasing al momento dell'acquisto del bene) e la remunerazione per capitale preso a prestito.

Il canone di leasing comprende:

- quota derivante dalla ripartizione del costo sostenuto per l'acquisto del bene da parte della società di leasing;
- interessi sul capitale investito, la cui misura sarà commisurata ai tassi di impiego vigenti sul mercato;
- quota destinata alla copertura degli oneri amministrativi sostenuti dalla società di leasing (comprese le spese di istruttoria);
- premio per l'assicurazione del bene contro il furto e l'incendio;
- remunerazione della società di leasing per lo svolgimento della sua attività.

IMPRESA LO	OCATARIA
VANTAGGI	SVANTAGGI
Non vengono immobilizzati i mezzi finanziari, che sarebbero necessari per l'acquisto dei fattori produttivi pluriennali	Costo relativo al canone di locazione, in genere abbastanza elevato
Nell'operazione non sono richieste particolari garanzie, dato che la proprietà del bene dato in locazione rimane alla società di leasing	Impossibilità per il locatore di usufruire dei benefici spettanti al proprietario del bene (deducibilità fiscale della proprietà e ammortamento anticipato)
Non vengono sostenuti costi di ammortamento	Premi assicurativi che la società di leasing impone sul bene locato
I canoni di leasing pagati dal locatario sono deducibili fiscalmente	
E'possibile prevedere dei piani finanziari personalizzati	

6.2.5.3 Sconto a medio termine

di Maria Lorena Totaro

Lo sconto è il contratto con il quale la banca, previa deduzione dell'interesse, anticipa al cliente l'importo di un credito verso terzi non ancora scaduto, mediante la cessione del credito stesso. Funzione peculiare dell'operazione è quella di consentire al cliente la realizzazione anticipata del credito mediante cessione di esso ovvero mediante trasferimento del titolo di credito in cui il credito stesso è incorporato. Oggetto dello sconto a medio termine a tasso di mercato possono essere crediti cartolari (effetti cartacei) vantati da imprese a fronte di dilazioni concesse ad imprese clienti. L'operazione può avere esclusivamente natura "pro solvendo" (vale a dire con garanzia del soggetto cedente) e la durata massima dell'operazione è pari a 60 mesi.

Per poter procedere all'operazione di sconto è necessario che vi sia una preventiva delibera di affidamento di pari importo. Gli affidamenti si suddividono in:

- castelletto rotativo, nell'ambito del quale è possibile effettuare più presentazioni sempre che il totale utilizzato (calcolato come somma degli importi di effetti in essere) non superi il totale accordato;
- affidamento singolo, concesso "una tantum" per una singola presentazione di effetti.

Tra i principali rischi dell'operazione di sconto "pro solvendo" vanno tenuti presente:

- possibilità di restituire le somme anticipate dalla Banca, qualora il credito oggetto dello sconto non venga onorato;
- impossibilità di beneficiare delle eventuali fluttuazioni al ribasso dei tassi, essendo l'operazione regolata a tasso fisso.

6.3 Le fonti di finanziamento alternative al credito bancario di Maria Lorena Totaro

Le difficoltà incontrate negli ultimi anni dalle imprese nel reperire le risorse finanziarie adeguate alle proprie necessità di sviluppo e il perdurare della crisi economico-finanziaria, hanno indotto le stesse a riflettere sulla possibilità di accesso a strumenti finanziari alternativi al credito bancario tradizionale.

La Borsa, l'ingresso di venture capital nell'azionariato, il ricorso a investitori informali come i business angel, l'utilizzo dell'innovativo strumento dei mini-bond o, infine, il crowdfunding, rappresentano i principali strumenti che le piccole e medie imprese italiane possono scegliere per reperire i capitali necessari alla loro crescita.

Per gli impieghi a breve termine, le imprese possono sempre ricorrere al factoring, ottenendo così risorse economiche immediate in cambio della cessione dei crediti futuri. Ma se gli obiettivi sono più ambiziosi servono altre vie.

Lo sbarco a Piazza Affari rappresenta da sempre il trampolino di lancio per molte società. Dopo anni

di sofferenza, il mercato delle quotazioni si è risvegliato. La quotazione è certamente una buona alternativa al credito bancario, ma i costi e i cambiamenti organizzativi, operativi e manageriali che comporta possono portare molte aziende a scegliere altre strade. Una valida prospettiva per le imprese che cercano di cogliere le opportunità di crescita, soprattutto sui mercati esteri è rappresentata dall'ingresso di "private equity" e "venture capital" nell'azionariato societario. In questo caso, l'impresa apre il suo capitale a soggetti in grado di supportare i suoi progetti di crescita in cambio di fondi, di un adeguato know-how manageriale e di un solido network di relazioni, anche internazionali.

Le ultime due vie percorribili sono infine rappresentate dai mini-bond, obbligazioni corporate introdotte dal Decreto Sviluppo 2012 sostanzialmente per far fronte al grande problema del "credit crunch" che affligge le piccole e medie imprese, e dal "crowdfunding", strumento innovativo rivoltosoprattutto al finanziamento di attività imprenditoriali in fase di start up.

6.3.1 Il mercato obbligazionario

di Maria Lorena Totaro

L'obbligazione è il titolo di debito che impegna l'emittente al rimborso del capitale oltre che alla corresponsione degli interessi, di ammontare fisso o variabile nell'arco della durata prestabilita. Vengono generalmente definiti titoli a Reddito Fisso (fixed income) in quanto la remunerazione del titolo (variabile o legata a parametri di mercato) è determinata nel regolamento dell'emissione.

Il mercato obbligazionario è senza dubbio il mercato di strumenti finanziari più esteso in assoluto, sia per dimensioni che per capillarità. In realtà data la diversità degli attori e degli strumenti trattati è possibile parlare di mercati obbligazionari. Anche a causa dell'avvento della MiFiD i mercati obbligazionari si sono frammentati. Attualmente in quasi ogni paese Europeo esistono mercati regolamentati e non regolamentati, nei quali vengono scambiate le obbligazioni. Ovviamente i titoli obbligazionari per essere rifinanziabili in Bce devono essere quotati su mercati regolamentati.

Attualmente i principali mercati regolamentati obbligazionari in Italia sono i seguenti:

MTS	Ingrosso Titoli di Stato	MTS Spa (vig. Banca d'Italia)
ExtraMOT PRO	Quotazione di obbligazioni e altri titoli di debito	Borsa Italiana
MOT	Dettaglio Obbligazioni	Borsa Italiana

Una parte rilevante delle obbligazioni bancarie e corporate è quotata sul cd "Euromercato", sotto forma di programmi EMTN ossia European Medium Term Notes. Solitamente a questo tipo di quotazione, effettuato sulla Borsa del Lussemburgo, viene scelto per la celerità burocratica ed amministrativa. Questo tipo di titoli è contraddistinto da un ISIN (ISIN: International Securities Identifying Number) che inizia per XS0... a differenza di quelle domestiche italiane (IT00...), francesi (FR0...), tedesche (DE0...), etc..

Sull'Euromercato vengono quotate emissioni destinate ad investitori istituzionali, aventi cioè un

taglio minimo di sottoscrizione di almeno 100.000 euro- La stragrande maggioranza degli scambi di Eurobbligazioni avviene fuori mercato.

6.3.2 I minibond

di Maria Lorena Totaro

I mini-bond sono emissioni obbligazionarie di medio-lungo termine, disciplinati dal Decreto Sviluppo (D.L. 22 giugno 2012, n. 83, convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012), dal Decreto Sviluppo Bis (D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012) e dal Decreto Destinazione Italia (D.L. 23 dicembre 2013, n. 145 convertito con modificazioni il 21 febbraio 2014), che le imprese non quotate possono utilizzare per raccogliere capitale, beneficiando di vantaggi legali e fiscali del tutto simili a quelli delle società quotate.

Il carattere innovativo dello strumento consiste nel consentire anche alle imprese di dimensione più ridotta di avvicinarsi al mercato delle obbligazioni, con conseguente accesso a nuove risorse finanziarie, complementari al tradizionale canale bancario. Il legislatore ha voluto, in tal modo, ampliare gli strumenti di finanziamento a disposizione delle imprese e allineare le opportunità finanziarie offerte dal sistema nazionale, a quelle proposte dai più avanzati sistemi finanziari europei.

I destinatari dello strumento sono le società italiane non quotate, anche di piccola e media dimensione, con esclusione delle banche e delle micro-imprese (organico inferiore a 10 persone e fatturato o totale di bilancio annuale non superiore ai 2 milioni di euro).

Le novità introdotte dal Decreto Sviluppo si concretizzano nell'introduzione di vantaggi legali e fiscali finalizzati a rendere meno onerosa l'emissione delle obbligazioni, incentivando al contempo la sottoscrizione delle stesse da parte degli investitori. I vantaggi variano in funzione del fatto che gli strumenti obbligazionari siano quotati sui mercati regolamentati e in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) oppure non siano quotati.

Nel dettaglio, la recente normativa sopra menzionata:

- elimina i limiti legali, previsti dall'art. 2412 del codice civile, che impedivano alle società non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto;
- allinea il trattamento fiscale per emittenti quotati e non quotati che emettono obbligazioni (deducibilità interessi passivi e spese di emissione ed esenzione della ritenuta d'acconto in presenza di investitori esteri "White List");
- agevola anche per gli emittenti di minori dimensioni l'accesso ai più importanti mercati internazionali dei capitali a condizioni non discriminatorie rispetto alle società maggiori, allargando quindi i confini geografici entro i quali cercare le fonti di finanziamento;
- consente ai Fondi pensione e Assicurazioni di investire parte delle Riserve Tecniche direttamente in "minibond", titoli di cartolarizzazione o in quote di fondi che investono in minibond (4% direttamente in minibond + 4% indirettamente in Fondi Chiusi che investono in minibond);
- permette al Fondo Centrale di Garanzia di rilasciare garanzie a favore dei Fondi che

- sottoscrivono il minibond;
- consente alle banche di utilizzare eventuali titoli derivanti dalla cartolarizzazione di minibond come garanzia collaterale per le operazioni di rifinanziamento presso la BCE.

Con riferimento, invece, ai vantaggi fiscali, le misure previste dalla riforma anche per le società non quotate in borsa che emettono titoli di debito, sono:

possibilità anche per i minibond di applicare, in via opzionale, l'imposta sostitutiva dello 0,25% sulle garanzie;

deducibilità degli interessi passivi secondo le stesse regole previste per le società quotate, con riferimento ai titoli quotati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione UE o SEE "White list", ovvero a quelli detenuti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale; deducibilità dei costi di emissione;

esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi corrisposti su titoli negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o di Paesi in "White list", allo scopo di evitare una doppia imposizione, se sottoscritti da fondi d'investimento.

In maniera specifica, i soggetti coinvolti nel processo di emissione sono:

L'Advisor

Nel momento in cui un'azienda valuta la possibilità di emettere mini-bond, è necessario svolgere tutta una serie di attività preliminari ai fini dell'emissione obbligazionaria.

In questo contesto interviene la figura dell'advisor che affianca l'azienda nel coordinamento delle fasi propedeutiche all'emissione. Nello specifico, l'advisor si occupa, nella fase preliminare di:

verificare l'esistenza dei requisiti minimi previsti dalla normativa, che si distinguono in:

requisiti formali - società di capitali, bilancio sottoposto a revisione legale per quotazione a ExtraMOT PRO, investitori qualificati;

requisiti di mercato, ovvero attuali orientamenti degli investitori - solidità finanziaria (rating investment grade o disponibilità di garanzie collaterali), importo emissione a partire da euro 2 milioni (rapporto fra costi di strutturazione e benefici), risorse finanziarie a supporto di progetti di crescita (no ristrutturazione o sostituzione del debito bancario);

requisiti informativi - revisione del bilancio (nel caso di quotazione), rating emittente, disponibilità di un business plan "credibile" a 3-5 anni, processi e sistemi dell'area amministrazione e controllo in grado di produrre un reporting periodico (bilanci di periodo e forecast ec-patrimoniale con frequenza almeno semestrale)

approfondire le caratteristiche del potenziale emittente in termini quantitativi (definendo il piano economico/finanziario della società emittente) e qualitativi;

offrire supporto nella realizzazione del business plan e nella redazione dell'information memorandum; strutturare l'obbligazione e completarne il prospetto informativo;

redigere la domanda di ammissione alla quotazione.

Il ruolo dell'advisor può essere molto importante anche nelle fasi successive in cui è necessario un coordinamento tra le attività dei diversi soggetti coinvolti nell'intero processo; ad esempio come la "banca arranger", nella fase di determinazione del prestito obbligazionario, con gli investitori e Borsa

Italiana nella fase di ingresso sul segmento ExtraMOT PRO.

Riassumiamo i criteri di selezione per le imprese ai fini dell'emissione dei minibond

Fatturato compreso fra € 10 – € 500 milioni (size minima minibond € 2-3 milioni)

Ricorso al debito commisurato alla redditività (Debiti onerosi/Ebitda < 5)

Ricorso al debito non troppo elevato (Posizione finanziaria netta/Patrimonio netto < 3)

L'Arranger

Con l'estensione della possibilità, anche per le piccole e medie imprese, di utilizzare lo strumento obbligazionario come canale complementare per il reperimento di capitali, la banca assume il ruolo di "arranger", ossia di consulente diretto dell'impresa per affiancarla nel processo di emissione, e conseguente collocazione, dei titoli obbligazionari.

Nello specifico, la cosiddetta banca "arranger" si occupa, in una prima fase, di:

- valutare (anche eventualmente con l'advisor) il merito di credito dell'impresa emittente;
- analizzare l'andamento del settore e benchmark di mercato;
- verificare la sostenibilità del debito da parte dell'impresa;
- valutare la situazione finanziaria corrente della società;
- verificare i principali indici di credito;
- analizzare l'andamento prospettico dell'azienda e il business plan presentato.

Terminata questa prima attività di analisi, si procede con la strutturazione del prestito obbligazionario (cedola, tasso, durata) e con la stesura del regolamento del prestito obbligazionario. L'arranger si occupa, inoltre, dell'attività di marketing con gli investitori, nonché di seguire tutta l'operazione di emissione e collocamento dei titoli obbligazionari.

Gli investitori qualificati

La sottoscrizione di mini-bond è riservata agli investitori qualificati (che non siano direttamente o indirettamente soci) quali:

- banche;
- imprese di investimento;
- altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;
- imprese di assicurazione;
- organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;
- fondi pensione e società di gestione di tali fondi;
- negoziatori per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;
- soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals);
- altri investitori istituzionali;
- agenti di cambio.

La Borsa Italiana – Il segmento ExtraMOT PRO

Al fine di poter usufruire dei vantaggi legali e fiscali introdotti dalla normativa, è necessario che i mini-bond siano quotati sul mercato mobiliare.

La Borsa Italiana ha attivato, a partire da febbraio 2013, un apposito segmento denominato ExtraMOT PRO, dedicato alla quotazione di obbligazioni e altri titoli di debito (quali ad esempio cambiali finanziarie e project bonds) emessi dalle società di capitali. Ad oggi, sul segmento ExtraMOT PRO sono quotati 44 strumenti per un totale di 30 emittenti e circa 3 miliardi di euro.

Si riassumono di seguito i costi connessi allo strumento dei minibond.

Costo	Descrizione	Periodicità		Valori		
	Dipende dal titolo emesso, dal rating		Fascia rischio emittente	Rating Moody's Analitycs	Spread su IRS 5Y	
<u>Tasso di</u>		ng	1	Aa1 - Aa2 - Aa3	3,00% - 3,75%	
<u>interesse</u>	dell'emittente e		2	A1 - A2 - A3	3,50% - 4,25%	
	dalle garanzie Semestrale richieste	Semestrale	3	Baa1 - Baa2	4,00% - 5,25%	
			4	Baa3	5,00% - 6,25%	
			5	Ba1	6,00% - 7,50%	

Costo	Descrizione	Periodicità	Valori
Costi legali	Adattamento del term sheet "standard" dell'investitore alle specifiche dell'operazione	Una tantum	Compreso tra lo 0,50% e lo 0,75% del valore nominale dell'emissione

Costo	Descrizione	Periodicità	Valori		
	Revisione del bilancio			e del bilancio ann a € 10.000 € 15.0	· •
<u>Società di</u> E su richiesta			na limited review nenze) potrebbe e	`	
		Fatturato Euro/milioni	Società commerciale	Società produttiva	
<u>revisione</u>	dell'investitore limited review	Una tantum	5	2.800	4.000
	di alcune poste o annuale	o annuale	10	4.000	5.200
		20	5.600	6.800	
		30	7.600	8.800	

Costo	Descrizione	Periodicità	Val	ori	
	Costi di realizzazione del	Una o tantum	Fatturato Euro/milioni	Costo una tantum in €	
n .	Business Plan.		5	4.000	
<u>Business</u>	D)			10	4.500
<u>Plan</u>	Può essere richiesto un Business Plan		20	5.000	
	Review da parte		30	6.000	
	dell'investitore		oltre	da definire	

Costo	Descrizione	Periodicità	Valori	
	Calcolo del rating consuntivo e prospettico Annuale		Scenari	Costo annuale in €
			Base	1.500
Rating		+ 1 scenario BPlan	2.800	
Kuing		Aimuale	+ 2 scenari BPlan	4.000

Costo	Descrizione	Periodicità	Valori
<u>Report</u> informativo periodico	Produzione a favore dell'investitore di un report trimestrale o semestrale	Trimestrale o Semestrale	Non è possibile prevedere il costo del reporting informativo periodico, poiché generalmente l'emittente vi provvede in autonomia.

Costo	Descrizione	Periodicità	Valori
<u>Listing Fee</u> <u>ExtraMot</u> <u>Pro</u>	Corrispettivi per la quotazione all'ExtraMot Pro	Una tantum	Corrispettivo unico di quotazione pari a 500 euro per Strumenti Finanziari se già quotato in altro mercato o MTF Corrispettivo unico di quotazione di 2.500 euro per Strumenti Finanziari indipendentemente dalla durata Nessun corrispettivo durante la vita dello strumento

Fonte: Borsa Italiana

Costo	Descrizione	Periodicità	Valori
<u>Fees di</u> collocamento	Se l'emissione richiede la ricerca di più investitori (Fondi chiusi e non). Viene remunerata a success fee.	Una tantum	A seconda della dimensione dell'emissione varia fra 1% - 2%

Analizzando i vantaggi dei minibond, è possibile distinguere tra vantaggi per gli emittenti:

- minore dipendenza dal sistema bancario in un mercato del credito ancora "in contrazione" con prospettive future molto vincolate alla possibilità, da parte del sistema bancario italiano, di aumentare il capitale "Core Tier 1" (Basilea 3);
- disponibilità di risorse finanziarie a medio termine anche per nozionali significativi;
- costi competitivi rispetto ai finanziamenti bancari per pari scadenza (se bond>€ 3 mil);
- valutazione del merito di credito basata su dati storici ma anche su informazioni qualitative e prospettiche (business plan);
- crescita culturale ed evoluzione organizzativa indotta dall'apertura al mercato dei capitali;
- maggiore "Visibilità", in particolare verso la comunità finanziaria nazionale e internazionale;

e per i sottoscrittori di minibond:

- rendimento maggiore dei titoli di stato su controparti solide (investment grade);
- rischio diversificato rispetto ad investimenti alternativi tipo High Yeld o Private placement (es. con 10 milioni si può investire in almeno 5 controparti);
- impatto positivo sull'economia del territorio di riferimento (reinvestimento del risparmio "italiano" su imprese "italiane").

6.3.3 Il mercato azionario e la quotazione in borsa

di Maria Lorena Totaro

Quando si pensa al mercato azionario, solitamente si immagina un luogo specifico, come ad esempio una borsa valori. In effetti, con mercato azionario si intende il complesso di luoghi in cui avviene la compravendita di azioni.

Il mercato azionario si divide in mercato primario e secondario. Nel mercato primario vengono collocate le azioni di nuova emissione, mentre su quello secondario si negoziano azioni già in circolazione. Per questo motivo, il mercato azionario primario è quello necessario alle aziende per ottenere i fondi che cercano con l'emissione di azioni al pubblico, mentre il mercato secondario è più importante per gli investitori poiché in questo si sviluppano i prezzi delle azioni, decisivi per le dinamiche di compravendita e quindi di profitto sulle stesse azioni.

Per quanto riguarda il mercato primario, per accedere ad esempio all'acquisto di azioni in sede di IPO (Offerta al Pubblico Iniziale) occorre necessariamente rivolgersi ad una banca, la quale offre degli opuscoli informativi basati sulle valutazioni delle agenzie di rating, che effettuano delle recensioni sulla società emittente. Per quanto riguarda il mercato OTC (Over The Counter), si può negoziare CFD su azioni tramite i broker online, molto più economici rispetto alle banche per via dei bassi costi e della mancanza di costi di commissione.

Il mercato azionario ha due principali funzioni:

72

- Aiuta a fissare i prezzi delle azioni: più un titolo è acquistato e rivenduto sul mercato e più è alta

la domanda, più il suo valore cresce. La presenza di un mercato azionario che è interconnesso con i mercati azionari di tutto il mondo, permette agli operatori e agli investitori di vedere l'andatura di determinate azioni.

Attraverso il mercato azionario, gli investitori, che siano imprese o privati, possono acquistare le azioni, che di fatto li rendono proprietari di una piccola parte di una società. Se la società migliora la sua posizione, gli investitori ci guadagnano con i dividendi e gli utili. Le imprese, diventando pubbliche e mettendo le azioni a disposizione del pubblico, possono aumentare i loro capitali e migliorare il loro profilo tramite espansioni commerciali che possono aiutarle a trarne un grande profitto.

Nel mercato possono operare sia agenti di cambio che privati. Gli investitori privati costituiscono una buona fetta del complesso degli utenti del mercato, anche se i principali attori (nonché market maker) sono gli istituti finanziari come le banche. Oggi si può negoziare sul mercato azionario on line tramite le piattaforme di trading offerte dai broker online. Queste piattaforme non sono altro che software dal semplice utilizzo che consentono di effettuare ordini di acquisto e di vendita di CFD su un grande ventaglio di strumenti finanziari disponibili. E' possibile negoziare CFD su azioni di tutto il mondo come tutte le principali azioni italiane (blue chip), americane, cinesi, tedesche e così via.

Quotarsi in Borsa (IPO = Initial Public Offering) significa accedere ad un nuovo canale di finanziamento, ma anche modificare l'assetto azionario e manageriale in maniera permanente. Si tratta di una decisione di rilevanza strategica che richiede un'attenta valutazione di costi e benefici.

Di seguito si vuole evidenziare un elenco dei possibili vantaggi e svantaggi che un imprenditore deve attentamente valutare prima di prendere una decisione; ovviamente l'importanza di ogni singola variabile differisce a seconda dei casi.

I possibili VANTAGGI che possono indurre un imprenditore a quotare la propria società, sono:

- rendere più solida la struttura finanziaria
- nuovo canale stabile di finanziamento;
- aumento di capitale contestuale alla quotazione;
- agevolare l'afflusso capitali freschi per finanziare progetti di crescita
- investimenti per aumentare la capacità produttiva, creare nuova capacità produttiva in nuovi paesi, investimenti per il lancio nuovi prodotti e/o l'entrata in nuove aree di business, nuove acquisizioni, creazione di una nuova rete distributiva o rafforzamento di quella esistente, etc.;
- migliorare l'immagine aziendale
- conferisce notorietà e prestigio;
- impone maggiore trasparenza dei bilanci e chiarezza di strategie;
- migliora lo standing creditizio;
- attrarre manager più qualificati
- aumenta la motivazione perché si assumono maggiori responsabilità e maggiore visibilità
- attraverso l'utilizzo di stock options (essendo le azioni quotate sono più facilmente liquidabili);
- trasformare la proprietà dell'impresa

- permette di liquidare (totalmente o parzialmente) o di rendere più facilmente liquidabili le partecipazioni degli azionisti;
- offre una via d'uscita per investitori istituzionali (private equity, venture capitalist, etc.);
- permette di trovare alternative quando è impossibile un passaggio generazionale;
- aumentare la redditività dell'azienda
- generalmente si accompagna all'adozione di sistemi di gestione più efficienti;
- è collegato alla capacità di attrarre i migliori manager;
- è collegato ai progetti di crescita che vengono finanziati.

I possibili SVANTAGGI che possono disincentivare un imprenditore a quotare la propria società, sono riassumibili in:

- resistenza dell'imprenditore (tipica per l'azienda familiare italiana)
- aprire il capitale ad investitori istituzionali implica spesso la condivisione o la spiegazione delle scelte strategiche; in casi estremi può portare a pubbliche contestazioni da parte di investitori dissenzienti;
- non a caso tipicamente la quotazione prevede un flottante inferiore al 50%, permettendo all'imprenditore di mantenere saldamente il controllo della propria società;
- abbandono del concetto di azienda familiare
- eliminazione della commistione con il patrimonio personale;
- separazione del patrimonio e degli interessi familiari;
- necessità di cambiamento organizzativo, operativo e manageriale
- spesso richiede nuovi sistemi informativi (e quindi i correlati investimenti), meccanismi operativi e cultura manageriale non sempre già presenti nell'organizzazione aziendale;
- richiede l'adozione del codice di autodisciplina delle società quotate;
- costi della quotazione, in prevalenza variabili a seconda della dimensione del collocamento
 e del settore in cui opera l'emittente; si tratta di un elemento competitivo di rilievo, talvolta
 in grado di influenzare la scelta del partner nel processo di quotazione. A titolo puramente
 indicativo riportiamo un esempio dei costi che devono essere sostenuti (alcuni dei quali
 inevitabili);

Costi quotazione in Borsa		
Costo del consorzio	2% - 4% del controvalore collocato	
Spese legali	300.000 - 500.000 Euro	
Società di comunicazione	circa 50.000 Euro	
Società di revisione	250.000 - 500.000 Euro	
Road Show	50.000 - 100.000 Euro	
Altri costi (stampa, etc.)	circa 50.000 Euro	
Costi Borsa Italiana	75 Euro per ogni 500.000 Euro di capitalizzazione (min. 10.000 Euro)	
Costi Consob	2% dell'offerta pubblica	

Fonte: Guida alla quotazione in Borsa – AIFI

- richiesta di previsioni accurate

- definizione di un business plan e di target da condividere con gli investitori istituzionali;
- disponibilità a discutere apertamente le proprie scelte strategiche;
- necessità di centrare gli obiettivi per creare credibilità e stabilire una relazione virtuosa con il mercato;
- prezzo fatto dal mercato ("subito dall'imprenditore")
- la volatilità del mercato potrebbe non riflettere totalmente i risultati, le politiche gestionali e le strategie di impresa (questo vale sia in fase di fissazione del prezzo di IPO che successivamente, quando la società è quotata);
- diluizione della proprietà
- ridefinizione dell'assetto proprietario che impone la condivisione delle decisioni;
- riluttanza a diluire la quota di controllo;
- rischio di scalate ostili nel caso in cui la quota di controllo scenda sotto il 50%;
- full disclosure di informazioni in precedenza non pubbliche Per esempio:
- margine operativo, anche per tipologia di business;
- quote di mercato (per alcuni settore non facilmente definibili);
- stipendi percepiti dal top management;
- esistenza e condizioni dei piani di stock options;
- strategia e stato avanzamento della sua attuazione.

6.3.4 Il Private Equity e Venture Capital

di Maria Lorena Totaro

Con il termine anglosassone di Venture Capital e Private Equity viene individuata l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio. Per "investimento istituzionale in capitale di rischio" si intende la partecipazione al capitale sociale mediante apporto di risorse da parte di operatori specializzati o la sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili in azioni, per periodi di tempo medio—lunghi, in aziende dotate di un valido progetto imprenditoriale.

Il Venture Capital si riferisce in genere al finanziamento degli investimenti in tutte le prime fasi di vita di nuove attività imprenditoriali (seed e start up), che a loro volta, a seconda delle dimensioni dell'investimento, possono essere condotte da fondi di venture capital o da business angels e incubatori.

Nello specifico, le seed interessano gli interventi nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio; quelle di start up sono finalizzati all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già il prototipo.

L'investitore istituzionale (Venture Capitalist), non apporta solo mezzi propri, ma offre anche esperienze professionali, competenze tecniche e manageriali, nonché una rete di contatti nazionali ed internazionali con altri investitori e istituzioni finanziarie.

Il Private Equity si riferisce, invece, a quelle operazioni di investimento realizzate durante il ciclo di vita dell'azienda, e quindi successivamente alla fase di start up. In particolare, nella fase di sviluppo (expansion) oppure di cambiamento (replacement, buy out, turnaround). Infatti, i fondi di private equity intervengono con un orizzonte temporale che mediamente è di 4 o 5 anni, per permettere all'impresa di svilupparsi e di realizzare gli obiettivi di crescita prefissati nel suo piano strategico.

Gli operatori di private equità, oltre a fornire capitali, condividono network internazionali, nuovi punti di vista, esperienza manageriale e operativa, facilitando i rapporti con gli istituti di credito e ponendo grande attenzione allo sviluppo sostenibile di lungo periodo e alla continua creazione di valore.

In entrambi i casi l'investitore istituzionale, mira a realizzare nel medio-lungo periodo guadagni in conto capitale (capital gain) attraverso la cessione della partecipazione acquisita dopo un certo lasso di tempo, incassando l'incremento di valore della stessa. Ovviamente ciò implica che l'investitore istituzionale prima di concedere il finanziamento valuti attentamente il progetto, privilegiando quindi, imprese con prospettive di crescita sia dimensionali che reddituali, che commercializzino prodotti/ servizi di successo, di scarsa imitabilità e bassa sostituibilità, dotate di un buon management e guidate da persone valide e determinate nella realizzazione dello stesso progetto.

L'impresa grazie all'intervento dell'investitore istituzionale potrà beneficiare di una più rapida crescita del suo progetto in termini di capacità contrattuale, miglioramento dell'immagine nei confronti di banche e mercati finanziari e attrazione di management qualificato.

La partecipazione al capitale di rischio da parte di investitori istituzionali rende necessario uno stretto rapporto di collaborazione tra imprenditore e investitore istituzionale, i quali condividono il rischio d'impresa. Infatti l'investitore istituzionale non chiede garanzie reali all'imprenditore, ma si accolla con quest'ultimo parte del rischio di impresa.

6.4 Copertura del rischio

di Daniela Totaro

La presenza di garanzie di terzi sui finanziamenti richiesti è in grado di incidere significativamente nel rapporto vincoli patrimoniali/rischio e di conseguenza nel rapporto banca/impresa. Esse infatti sono utili per ottenere credito a condizioni migliori. Tuttavia, sarebbe opportuno e preferibile privilegiare un rafforzamento dell'impresa stessa agendo sugli aspetti qualitativi, quantitativi ed andamentali, migliorando così il proprio merito creditizio.

6.4.1. Confidi

di Daniela Totaro

Il Parlamento, con la Legge 13 luglio 2016, n. 150, al fine di favorire un migliore accesso al credito per le piccole e medie imprese (PMI) e per i liberi professionisti, ha dato delega al Governo per la ⁷⁶

riforma della normativa in materia di confidi.

La delega si propone di realizzare tale obiettivo tramite: la valorizzazione del ruolo dei confidi, la semplificazione degli adempimenti e il contenimento dei costi a loro carico. Andando un po' più nello specifico, il Governo è delegato ad adottare, su proposta del Ministro dell'Economia e delle Finanze, uno o più decreti legislativi per la riforma della normativa in materia di confidi, nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi:

rafforzare la patrimonializzazione dei confidi, favorire la raccolta di risorse pubbliche, private e del terzo settore, individuare strumenti e modalità che rendano tali risorse esigibili, nel rispetto della normativa comunitaria attuativa degli accordi di Basilea in materia di requisiti patrimoniali delle banche e di accesso all'attività creditizia (da segnalare che a seguito della entrata in vigore delle disposizioni di vigilanza prudenziale successive all'Accordo di Basilea II le garanzie dei confidi vigilati hanno avuto un importante riconoscimento);

disciplinare le modalità di contribuzione degli enti pubblici finalizzate alla patrimonializzazione dei confidi anche nel rispetto della disciplina europea in materia di aiuti di Stato, stabilendo altresì il divieto di previsione di vincoli territoriali che possano pregiudicare l'accesso di confidi nuovi o attivi in altri territori. A tale proposito, va detto che i confidi rientrano nella nozione di impresa ai fini delle norme in materia di concorrenza previste nei trattati UE ("qualsiasi entità che eserciti un'attività economica, a prescindere dal suo status giuridico e dalle sue modalità di finanziamento") e sono, come tali, soggetti all'applicazione dell'articolo 107 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (c.d. "TFUE"). I finanziamenti pubblici volti a permettere ai confidi di realizzare operazioni a favore delle imprese, come la concessione di garanzie, possono, dunque, configurare un aiuto di Stato;

razionalizzare e valorizzare le attività svolte dai soggetti operanti nella filiera della garanzia e della controgaranzia, al fine di rendere più efficiente l'utilizzo delle risorse pubbliche e favorire la sinergia tra il Fondo centrale di garanzia e i confidi; si ricorda che il sistema delle garanzie a favore delle PMI in Italia si basa essenzialmente su due componenti: una pubblica, rappresentata in particolare dal Fondo di garanzia per le PMI, e una privata, costituita dai confidi, i quali tuttavia possono beneficiare di contributi pubblici, in particolare a livello locale;

sviluppare, nell'ambito delle finalità tipiche dei confidi, strumenti innovativi, forme di garanzia e servizi, finanziari e non, che rispondano alle nuove esigenze delle PMI e dei professionisti. E' fatto divieto ai confidi di trattare i derivati e gli strumenti finanziari complessi;

favorire un migliore accesso al credito per le PMI e per i liberi professionisti anche attraverso la semplificazione degli adempimenti e il contenimento dei costi per gli intermediari finanziari e per i confidi;

rafforzare i criteri di proporzionalità e specificità già previsti dall'articolo 108, comma 6, del TUB ed estenderli all'intera normativa in materia di confidi;

assicurare una maggiore tutela al carattere accessorio della garanzia rilasciata dai confidi rispetto all'operazione di finanziamento principale. Il carattere accessorio della garanzia è comprovato, tra l'altro, dal fatto che oggi una parte consistente delle garanzie deliberate dai confidi non viene tradotta in effettivi finanziamenti da parte del sistema bancario, il che determina una riduzione della redditività delle operazioni e un aumento dei relativi costi operativi, traslati, da ultimo, sulle imprese (Rete Imprese Italia);

razionalizzare gli adempimenti a carico dei confidi eliminando le duplicazioni di attività già svolte

da banche o da altri intermediari finanziari nonché quelle relative alle procedure di accesso (art. 2, comma 100, lett. a), legge n. 662/1996);

individuare metodologie di valutazione degli impatti della garanzia sui sistemi economici locali anche attraverso la rete delle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura e le informazioni di cui le stesse dispongono.

Il Confidi è un consorzio che esercita l'attività di garanzia collettiva dei fidi. La sua attività è quella di prestare la propria garanzia verso la banca nel caso che le imprese chiedano dei finanziamenti, in modo da agevolare l'accesso al credito destinato alle attività economiche e produttive. Si rivolge a tutte le imprese e ai liberi professionisti associati che hanno bisogno non solo di una garanzia affidabile per accedere al credito, ma anche di far parte di un consorzio di imprese operanti in un determinato settore. Possono accedere ai servizi dei Confidi operanti nei vari settori tutte le PMI (start-up comprese) ubicate sul territorio nazionale.

Il D.Lgs. n.141 del 2010, attuativo della direttiva 2008/48/UE, apporta significativi cambiamenti alla disciplina dei Confidi. Lo stesso conferma due distinte tipologie di Confidi sottoposti a regimi di controllo differenziati:

i "Confidi maggiori" sono vigilati dalla Banca d'Italia. I confidi maggiori, con volumi di attività pari o superiori ai 150 milioni di euro, sono autorizzati all'iscrizione nell'albo unico degli intermediari finanziari autorizzati (ex art. 106 del TUB), previa verifica della sussistenza dei requisiti richiesti dalla nuova disciplina (D.M. n. 53 del 2015, circolare della Banca d'Italia n. 288 del 2015). Tale nuova disciplina consente ai soggetti iscritti una maggiore operatività rispetto agli altri confidi, tenuto conto del loro assoggettamento a forme di vigilanza prudenziale. I confidi iscritti nell'albo esercitano in via prevalente l'attività di garanzia collettiva dei fidi. Inoltre possono svolgere, prevalentemente nei confronti delle imprese consorziate o socie, le seguenti attività:

prestazione di garanzie a favore dell'amministrazione finanziaria dello Stato, al fine dell'esecuzione dei rimborsi di imposte alle imprese consorziate o socie;

gestione di fondi pubblici di agevolazione;

stipula di contratti con le banche assegnatarie di fondi pubblici di garanzia per disciplinare i rapporti con le imprese consorziate o socie, al fine di facilitarne la fruizione.

I confidi iscritti nell'albo possono, in via residuale, concedere altre forme di finanziamento, anche a soggetti diversi dai soci, entro un limite pari al 20% del totale dell'attivo. Entro tale limite complessivo, i confidi possono anche garantire l'emissione di strumenti di debito da parte delle PMI socie.

I confidi vigilati, infine, possono svolgere, prevalentemente nei confronti delle imprese consorziate o socie, attività connesse e strumentali. Le attività connesse e strumentali rappresentano attività accessorie che consentono di sviluppare l'attività esercitata (ad esempio, la prestazione del servizio di informazione commerciale) e attività che hanno carattere ausiliario a quella esercitata (quali studio, ricerca e analisi in materia economica e finanziaria, gestione di immobili a uso funzionale, ecc.). Sono ricomprese in tali attività anche quelle di informazione, di consulenza e di assistenza alle imprese consorziate o socie ovvero non associate per il reperimento e il miglior utilizzo delle fonti finanziarie, nonché le prestazioni di servizi per il miglioramento della gestione finanziaria delle stesse imprese. L'attività nei confronti delle imprese non socie deve essere funzionale allo sviluppo dell'attività

prevalente di concessione di garanzie collettive dei fidi o dell'attività svolta in via residuale ai sensi dell'art. 106, comma 1, TUB. I confidi possono acquisire immobili di proprietà ad uso strumentale; sono tali gli immobili che rivestono carattere di ausiliarietà all'esercizio dell'attività finanziaria (Circolare n. 288 del 3 aprile 2015).

La stessa Circolare n. 288 ha previsto che i confidi vigilati possono contribuire all'apporto di capitale di rischio in favore delle PMI tramite l'assunzione di partecipazioni nelle imprese socie, nel rispetto di condizioni e limiti normativi volti a evitare un'eccessiva immobilizzazione degli attivi e a prevenire la commistione con i soggetti partecipati. In particolare i confidi vigilati possono assumere partecipazioni in:

banche, società finanziarie e assicurative in misura non superiore al 20% del capitale della società partecipata; è preclusa la detenzione, anche indiretta di partecipazioni di controllo in tali soggetti; società strumentali;

piccole e medie imprese socie (PMI) nel limite dell'1% dei fondi propri del partecipante o del 3% nel caso di partecipazioni in organismi di categoria

i "Confidi minori" (ex art. 112, c. 1 TUB) devono essere iscritti in un elenco gestito da un apposito Organismo disciplinato dal D.M. 23 dicembre 2015, n. 228. I confidi minori, con un volume di attività finanziaria inferiore a 150 milioni di euro, possono svolgere esclusivamente l'attività di garanzia collettiva dei fidi e i servizi ad essa connessi o strumentali. A tali operatori è precluso l'esercizio di prestazioni di garanzie diverse da quelle indicate e, in particolare, nei confronti del pubblico nonché l'esercizio delle altre attività riservate agli intermediari finanziari di cui all'art. 106. Il D.M. n. 53 del 2015, oltre a individuare le soglie per l'iscrizione nell'elenco di cui all'art. 106 TUB e la disciplina transitoria, ha definito i servizi connessi e strumentali all'attività di garanzia collettiva dei fidi che possono essere svolti dai confidi minori. I servizi connessi sono quelli che consentono di sviluppare l'attività di garanzia collettiva dei fidi, sono svolti in via accessoria a quest'ultima e hanno finalità coerenti con essa, tra i quali:

i servizi di consulenza in materia di finanza d'impresa nei confronti esclusivamente dei propri soci, a condizione che sia strettamente finalizzata al rilascio della garanzia mutualistica propria o di terzi; la stipula di convenzioni con banche, intermediari finanziari ed altri soggetti operanti nel settore finanziario finalizzate a favorire l'accesso al credito delle imprese associate (ai sensi dell'articolo 12, comma 1, lettera c), del D.Lgs. n. 141 del 2010). Per servizi strumentali, si intendono i servizi ausiliari all'attività svolta, quali:

l'acquisto di immobili, esclusivamente funzionali all'esercizio dell'attività principale; gli immobili non funzionali eventualmente già detenuti prima dell'iscrizione nell'elenco di cui all'articolo 112 TUB, possono essere concessi in locazione ovvero devono essere alienati nel più breve tempo possibile;

l'assunzione di partecipazioni esclusivamente in altri confidi o banche di garanzia collettiva fidi ovvero in altri intermediari finanziari che in base a specifici accordi rilascino garanzie ai propri soci nonché in società costituite per la prestazione di servizi strumentali.

Le garanzie prestate dal Confidi si suddividono in:

Garanzia a prima richiesta: il Confidi risponde delle obbligazioni assunte (garanzie rilasciate) con il suo patrimonio, e con I Fondi di Garanzia; al verificarsi del default dell'azienda, il Confidi viene escusso a semplice richiesta della Banca garantita.

79

Garanzia sussidiaria: il Confidi facilita l'accesso al credito attraverso i Fondi Consortili, costituiti sia attraverso risorse pubbliche sia attraverso i contributi degli imprenditori associati. Con i Fondi Consortili, il Confidi, in virtù di specifiche convenzioni, istituisce presso gli intermediari bancari dei fondi di garanzia dedicati, che fungono da leva per l'erogazione di credito, secondo un moltiplicatore riconosciuto in base alla rischiosità del confidi stesso. Il moltiplicatore può variare da uno a trenta. Normalmente al confidi viene assegnato un plafond di utilizzo. Sui finanziamenti erogati dalla banca, in caso di insolvenza, il Fondo assume una percentuale di rischio compresa tra il 5% e il 100%, secondo la tipologia del finanziamento e la sua destinazione. In caso di default dell'impresa, la garanzia è accantonata dalla banca e definitivamente incassata dopo aver escusso, in via prioritaria, il debitore principale ed i fideiussori. La banca convenzionata ha il diritto di accedere al Fondo del confidi, in via sussidiaria per la quota di garanzia prevista negli accordi convenzionali. In ogni caso le garanzie rilasciate dal confidi sono sempre "accessorie" rispetto alle garanzie principali rilasciate dall'impresa.

Il Confidi può condividere il rischio con altri confidi di primo livello, o con altri enti, attraverso la co-garanzia, o garantire la propria esposizione con la contro-garanzia (o meglio garanzia di secondo livello). La Controgaranzia può essere a prima richiesta o sussidiaria. L'attività di contro-garanzia è realizzata attraverso consorzi di secondo grado, normalmente a livello regionale, o attraverso risorse destinate dal FEI (Fondo Europeo per gli investimenti), dallo Stato e dalle Regioni a migliorare il posizionamento del rischio dei confidi. Una delle principali misure di controgaranzia a livello nazionale è gestito da Medio Credito Centrale. Altri fondi sono gestiti da Consorzi di 2º grado legati alle associazioni di categoria come Finpromoter o alle finanziarie regionali.

Il principio di delega della riforma dei Confidi, come detto in precedenza, mira alla razionalizzazione e valorizzazione delle attività svolte dai soggetti operanti nella filiera della garanzia e della controgaranzia, con l'obiettivo di rendere più efficiente l'utilizzo delle risorse pubbliche e favorire la sinergia tra il Fondo centrale di garanzia e i confidi. Il sistema delle garanzie a favore delle PMI in Italia si basa essenzialmente su due componenti: una pubblica, rappresentata in particolare dal Fondo di garanzia per le PMI, e una privata, costituita dai confidi, i quali tuttavia possono beneficiare di contributi pubblici, in particolare a livello locale.

Il Fondo di garanzia per le PMI (di cui all'art. 2, comma 100, lettera a), della legge 23 dicembre 1996, n. 662) è gestito per conto del Ministero dello Sviluppo Economico da un raggruppamento temporaneo di imprese facente capo al Mediocredito Centrale. Il ricorso al Fondo è aumentato soprattutto in relazione al riconoscimento della garanzia dello Stato di ultima istanza che consente alle banche di azzerare l'assorbimento di patrimonio della quota dei prestiti coperta dal Fondo. Da ultimo è stato inoltre reso possibile il rilascio della garanzia pubblica a favore di portafogli di prestiti e di obbligazioni emesse da PMI non quotate (minibond). L'intervento è concesso, fino ad un massimo dell'80% del finanziamento, su tutti i tipi di operazioni sia a breve sia a medio-lungo termine, tanto per liquidità che per investimenti. Il Fondo garantisce a ciascuna impresa o professionista un importo massimo di 2,5 milioni di euro, un plafond che può essere utilizzato attraverso una o più operazioni, fino a concorrenza del tetto stabilito, senza un limite al numero di operazioni effettuabili. Il limite si riferisce all'importo garantito, mentre per il finanziamento nel suo complesso non è previsto un tetto massimo.

80

Il Fondo permette ai confidi di controgarantire la propria esposizione aumentandone la capacità di fornire garanzie alle imprese. Con riguardo ai confidi vigilati la controgaranzia è particolarmente importante ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza. Il Fondo interviene anche in cogaranzia, ossia prestando una garanzia direttamente ai soggetti finanziatori e congiuntamente ai confidi. Nel corso delle audizioni al Senato è emersa la necessità di favorire la sinergia tra il Fondo centrale di garanzia e i confidi: conseguentemente è stato ampliato il criterio di delega in esame.

Confapi¹⁹ ha evidenziato che tradizionalmente al fondo ricorrevano i confidi per controgarantire le garanzie rilasciate a favore delle PMI, ma progressivamente anche a causa dell'emanazione da parte del Governo e del Fondo stesso di regolamenti sempre più favorevoli all'accesso diretto da parte delle banche, queste ultime preferiscono accedere direttamente alla garanzia del Fondo, disintermediando i confidi, potendo così applicare alle imprese le condizioni economiche ordinarie e non quelle migliorative previste dalle convenzioni con i confidi stessi. Si è determinato in tal modo un effetto di "spiazzamento" dei confidi.

In conclusione alle aziende, i Confidi offrono: ampliamento delle capacità di credito (prevenzione dei fenomeni di usura); riduzione del costo del denaro; trasparenza e certezza delle condizioni; consulenza finanziaria e di orientamento.

Rivolgendosi ad un Confidi l'impresa si assicura una maggiore affidabilità nella richiesta di credito, assicurandosi molte possibilità in più di accesso ai finanziamenti. L'attività dei Confidi minimizza, infatti, i rischi per le banche dovuti a eventuali insolvenze dei clienti: per questo l'erogazione del credito è più protetta e agevolata. Si schematizzano i vantaggi e gli svantaggi di un'impresa che si rivolge ad un Confidi.

Impresa – Confidi	
Vantaggi	Svantaggi
Accesso facilitato al credito presso le banche convenzionate con il Consorzio.	Sostenimento di costi per aderire al Consorzio, quali: - quota associativa; - quota per il fondo gestioni; - quota per il fondo rischi.
Tassi di interesse più bassi rispetto a quelli praticati dalle banche.	
Servizi di consulenza mirati a scegliere fonti di finanziamento in linea con le esigenze e il fabbisogno finanziario dell'impresa.	

Relativamente al rapporto tra Confidi e banche è evidenziabile che le banche delineano i modelli di rating basandosi su moduli statistici e andamentali; i Confidi, invece, mirano a fornire un parametro qualitativo, basandosi sulla conoscenza dell'impresa. Quindi, quest'ultimi, tentano di valutare le prospettive di sviluppo territoriali e di settore e ottenere una serie di informazioni sull'azienda e sulla sua reputazione. Svolgono, quindi, una funzione di ponte tra le imprese e gli intermediari bancari. 19 Confederazione italiana piccola e media industria privata.

81

19 Confederazione itaniana piecona e media industria pri

In conclusione per gli intermediari bancari i vantaggi possono essere: miglioramento della valutazione del merito creditizio dell'impresa; riduzione del rischio finanziario; reperimento di clientela selezionata

6.4.2 Fondo Nazionale di Garanzia

di Maurizio Maraglino Misciagna

Negli ultimi anni, con la morsa del credit crunch, l'accesso al credito per le piccole e medie imprese, è diventato sempre più difficile. Ammonta infatti a quasi 100 miliardi di euro lo stock di credito mancato alle piccole e medie imprese da parte del sistema bancario dal 2010 ad oggi.

Un'azienda che vuole crescere e acquistare nuovi macchinari e strumenti ha necessità di richiedere finanziamenti alle banche, a società di leasing o ad altri intermediari finanziari, che però non sempre accettano le richieste delle PMI.

Per fronteggiare tali problematiche, nel 1996 viene introdotta la Legge 662/96 con la quale viene istituito il Fondo di Garanzia che permette alle aziende di accedere al credito anche in mancanza delle garanzie. Il Fondo di Garanzia è certamente una tra le misure più importanti di ingegneria finanziaria, che contribuisce al flusso di liquidità aziendale.

Con il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese, l'Unione europea e lo Stato Italiano affiancano le imprese e i professionisti che hanno difficoltà ad accedere al credito bancario perché non dispongono di sufficienti garanzie. La garanzia pubblica, in pratica, sostituisce le costose garanzie normalmente richieste per ottenere un finanziamento.

Il suo funzionamento è quello di dare l'opportunità a tutte le piccole e medie imprese di accedere al credito anche in mancanza di garanzie reali: lo Stato affianca l'azienda e fornisce garanzie che difficilmente potrebbe avere.

In questo modo le PMI possono ottenere finanziamenti fino a 2,5 milioni di euro senza ulteriori aggravi per acquisire fidejussioni o stipulare polizze assicurative. È necessario evidenziare che il Fondo non interviene nel rapporto tra la banca e l'azienda, ma fornisce solamente la garanzia per il finanziamento.

Possono accedere al Fondo di Garanzia tutte le micro, piccole e medie aziende iscritte al Registro delle imprese e tutti i professionisti iscritti agli ordini professionali riconosciuti dal Ministero dello Sviluppo Economico. Per poter fare la richiesta l'impresa e il libero professionista devono dimostrare di essere capaci di onorare l'impegno finanziario presentando un modulo di valutazione con gli ultimi due esercizi finanziari.

Il fondo di Garanzia è finanziato con le risorse europee dei Programmi operativi nazionale e interregionale 2007-2013 e può essere attivata solo a fronte di finanziamenti concessi da banche, società di leasing e altri intermediari finanziari a favore di imprese e professionisti. Il Fondo non interviene direttamente nel rapporto tra banca e cliente.

I soggetti beneficiari del Fondo sono le imprese di micro, piccole o medie dimensioni (PMI) iscritte

al Registro delle Imprese e i professionisti iscritti agli ordini professionali o aderenti ad associazioni professionali iscritte all'apposito elenco del Ministero dello Sviluppo Economico.

L'impresa e il professionista devono essere valutati in grado di rimborsare il finanziamento garantito. Devono perciò essere considerati economicamente e finanziariamente sani sulla base di appositi modelli di valutazione che utilizzano i dati di bilancio (o delle dichiarazioni fiscali) degli ultimi due esercizi. Le startup innovative e gli incubatori certificati rientrano invece nello strumento dedicato "Fondo di Garanzia per startup" istituito nel 2013, cui prevede una serie di agevolazioni all'accesso, rispetto alla garanzia tradizionale per PMI.

L'impresa o il professionista non può inoltrare la domanda direttamente al Fondo. Deve rivolgersi a una banca per richiedere il finanziamento e, contestualmente, richiedere che sul finanziamento sia acquisita la garanzia diretta. Sarà la banca stessa ad occuparsi della domanda. In alternativa, ci si può rivolgere a un Confidi che garantisce l'operazione in prima istanza e richiede la controgaranzia al Fondo. Tutte le banche sono abilitate a presentare le domande mentre occorre rivolgersi ad un confidi accreditato.

Tipologia dell'intervento

L'intervento è concesso, fino ad un massimo dell'80% del finanziamento, su tutti le tipologie di operazioni sia a breve sia a medio-lungo termine. L'ammontare massimo garantito dal Fondo a ciascuna impresa o professionista ha un importo massimo di 2,5 milioni di euro, un plafond che può essere utilizzato attraverso una o più operazioni, fino a concorrenza del tetto stabilito, senza un limite al numero di operazioni effettuabili. Il limite si riferisce all'importo garantito, mentre per il finanziamento nel suo complesso non è previsto un tetto massimo. L'area di intervento è tutto il territorio Nazionale.

La tipologia delle operazioni ammissibili può essere riconducibile a cinque macro-aree:

- 1) Finanziamenti a medio lungo termine, compreso lo sconto di effetti cambiari, di durata superiore a 18 mesi e non superiore a 10 anni concessi a fronte di "investimenti";
- 2) Prestiti partecipativi: finanziamenti di durata superiore a 18 mesi e non superiore a 10 anni concessi a fronte di investimenti;
- 3) Partecipazioni: partecipazioni di minoranza, di durata non superiore a 10 anni, nel capitale di piccole e medie imprese;
- 4) Altre operazioni: sono ammissibili all'intervento del Fondo tutte le altre operazioni finanziarie;
- 5) Finanziamenti finalizzati al reintegro del capitale circolante ed aventi durata massima di 60 mesi concessi alle imprese di autotrasporto ed alle piccole imprese che vantano crediti nei confronti delle imprese ammesse all'amministrazione straordinaria, di cui all'art. 2, l. 18.02.2004, n. 39, nei sei mesi precedenti all'ammissione alla predetta amministrazione straordinaria.

Tra le spese ammissibili rientrano gli "investimenti" materiali ed immateriali non di mera sostituzione da effettuare nel territorio nazionale successivamente alla data di presentazione della richiesta di finanziamento al soggetto finanziatore nei casi di Finanziamenti a medio-lungo termine e Prestiti partecipativi. Nei casi di altre operazioni gli investimenti materiali ed immateriali possono essere realizzati anche prima della richiesta di finanziamento al soggetto finanziatore.

L'ammissione al fondo è basata su uno "scoring" calcolato attraverso alcuni indici di bilancio. I tempi di risposta per l'accesso al Fondo di Garanzia sono snelli e veloci: in tempi rapidi vengono verificati i requisiti di accesso e adottata la delibera. L'impresa viene informata vie e-mail sia della presentazione

della domanda sia dell'adozione della delibera.

Il Fondo di garanzia per le Pmi è gestito per conto del Ministero dello Sviluppo Economico dal Raggruppamento temporaneo di imprese costituito dalla mandataria Mediocredito Centrale S.p.A. e dalle mandanti Artigiancassa S.p.A., MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., Mediocredito Italiano S.p.A. e ICBPI - Istituto Centrale delle Banche Popolari Italiane S.p.A.

Le novità introdotte nel Fondo di Garanzia

Le principali novità introdotte dal Fondo di Garanzia riguardano il nuovo modello di rating previsto dal nuovo decreto siglato dal Ministero dello Sviluppo Economico che favorisce le operazioni finanziarie orientate agli investimenti, a cui è riservata la copertura massima della garanzia dell'80% sulle somme erogate. Il ministero dell'Economia ha infatti controfirmato il decreto del ministero dello Sviluppo economico che va a riformare il Fondo di garanzia e ne ha cambiato le regole base di funzionamento del principale strumento messo in campo dal Governo contro il razionamento del credito.

Il decreto prevede che il Fondo sperimenti le nuove regole limitatamente sulle operazioni della «nuova Sabatini» per l'acquisto di beni strumentali per l'anno 2017. A partire dal prossimo anno, la riforma introdurrà il nuovo modello di rating che gradua le percentuali di copertura in base, oltre che alla durata e alla tipologia di operazione, anche alla rischiosità dell'impresa che intende ottenere credito con garanzia statale.

L'obiettivo della riforma del Fondo di Garanzia per le PMI è quella di consentire al maggior numero di imprese di fruire della garanzia pubblica, supportando maggiormente proprio le imprese che presentano un livello di rischio superiore e che, dunque, incontrano maggior difficoltà dal punto di vista bancario.

Dal 1 gennaio 2018 il modello di valutazione verrà utilizzato per valutare tutte le richieste da parte di imprese con almeno due esercizi contabili chiusi.

Sono in totale 5 le classi di merito: sicurezza, solvibilità, vulnerabilità, pericolosità e rischiosità.

- Prima fascia "Sicurezza": raggruppa le imprese con una probabilità di inadempimento fino allo 0.12%, ovvero con un rischio di credito estremamente ridotto;
- Seconda fascia "Solvibilità": raggruppa le imprese con una probabilità di inadempimento fino all'
 1.02% e riguarda le aziende con un rischio di credito contenuto;
- Terza fascia "Vulnerabilità": raggruppa le imprese con una probabilità di inadempimento fino al 3.62% e riguarda le aziende con un rischio di credito accettabile;
- Quarta fascia "Pericolosità": raggruppa le imprese con elementi di fragilità ed una probabilità di inadempimento fino al 9,43%;
- Quinta fascia "Rischiosità": raggruppa le imprese con una probabilità di inadempimento superiore al 9.43% e con un rischio di credito estremamente elevato.

La riforma, intende, quindi collegare la percentuale di copertura concessa dal Fondo non solo con la durata dell'operazione e tipologia di operazione ma soprattutto con la rischiosità dell'impresa con l'obiettivo di sostenere con la garanzia pubblica proprie le imprese giudicate più a rischio. La logica alla base dell'organizzazione è fissare percentuali di copertura più elevate per le operazioni maggiormente rischiose e più basse per quelle più "sicure", mentre solo le imprese che appartengono alla classe peggiore non saranno ammesse. L'obiettivo principale della riforma è finanziare quelle

operazioni che più difficilmente in condizioni normali accederebbero a un finanziamento bancario. Garantendo allo stesso tempo di più gli investimenti rispetto alle operazioni sul circolante. Al momento la garanzia diretta il Fondo, si attesta da un minimo del 60% a un massimo dell'80%. Con la nuova riforma i casi di copertura all'80% saranno destinati ad alcune categorie precise di aziende: nello specifico le operazioni a fronte di investimenti, inclusa la nuova Sabatini, le start up e le Pmi innovative, le nuove imprese ed infine il microcredito.

Nell'ipotesi di finanziamenti per liquidità, 1'80% scatta solo per operazioni oltre i 36 mesi. Ulteriore novità riguarda l'importo massimo garantito per impresa di 2,5 milioni di euro (anche sotto i 36 mesi).

BIBLIOGRAFIA

Cavalieri Enrico, Ranalli Francesco, "Appunti di economia aziendale", Vol. I, Kappa Ed, 1994

Avi Maria Silvia, "Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi", Il Sole 24 ore ed, 2007

Camera dei Deputati, Servizio Studi, XVII Legislatura, "La riforma del sistema dei confidi A.C. 3209-A e abb., Dossier n.421/1 – Elementi per l'esame in Assemblea", 24 giugno 2016

Ferrero G., "Finanza aziendale", Giuffrè, Milano, 1981

Massari M. "Gli strumenti per le analisi finanziarie", in "Trattato di finanza aziendale (a cura di Pivato G.), F. Angeli, Milano, 1983

Andreaus M., "L'analisi di bilancio", Seac, 2000

Donna G., "La creazione di valore nella gestione d'impresa", Carocci, 1999

Fortuna F., "Effetti di Basilea 2 sull'economia di banche e imprese", F. Angeli, 2005

Giunta F. (a cura di), "Analisi di bilancio. Riclassificazione, indici e flussi", Vol. 1, Centro Stampa Il Prato, 2006

Mella P., "Indici di bilancio: guida alla procedura per l'analisi e il controllo della gestione aziendale", Il Sole 24 Ore, Milano, 1998

Montrone A., "Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa", F. Angeli, 2005

Paravani E., "Analisi finanziaria", McGraw-Hill, 2002

Teodori C., "L'analisi di bilancio", Giappichelli, 2008

Adamo Rosa, "Il futuro dei Confidi 106 e 107 alla luce del D.Lgs. 141/2010", Università degli Studi della Calabria

Belli Mauro, "I mini-bond come strumento alternativo di finanziamento" Financial Innovations

De Ambroggi Martino, "La Quotazione in Borsa", Università di Parma e Equita Sim SpA

"Gli approfondimenti del Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza", Milano

"Guida alla quotazione", Borsa Italiana, AIFI, Coopers&Lybrand

Malavolta Luca, "Economia dei mercati finanziari", Università degli Studi di Teramo

SITOGRAFIA

http://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/

http://www.borsadelcredito.it

http://www.appuntidieconomia.it

http://www.fondazioneoic.eu/

http://www.ipsoa.it

http://www.confapi.org/it/

http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/rapporto-debitoequity.html