

# IL VALORE SEGNALETICO DELLA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

## 4. Bilancio

L'indicatore della posizione finanziaria netta rappresenta lo strumento di gran lunga utilizzato nell'analisi di bilancio finalizzato alla valutazione di sostenibilità del rimborso dell'indebitamento finanziario ed esprime la capacità di copertura delle passività finanziarie in relazione alle sole disponibilità liquide, immediate e differite, ad una certa data. Lo scopo del presente contributo è quello di evidenziare come il valore segnaletico del suddetto indicatore, in aggiunta ad altri, possa costituire un importante elemento diagnostico sullo stato di salute dell'impresa, con particolare attenzione all'aspetto finanziario e patrimoniale. In tale ottica, fornendo una sintesi dei modelli di analisi della posizione finanziaria netta implementati in alcune società, si intendono offrire spunti di riflessione sui successivi *step* operativi per rafforzare il presidio sull'equilibrio finanziario e monetario, al fine di tutelare il patrimonio aziendale, piuttosto che di stabilire obiettivi e strategie di breve, medio e lungo termine.



/ Raffaele MARCELLO \*

/ Nicola LUCIDO \*\*

## IL CONCETTO DI VALORE FINANZIARIO, VALORE NUMERARIO E VALORE MONETARIO

Prerogativa indispensabile per qualunque tipo-

logia d'azienda è il **raggiungimento dell'equilibrio reddituale, finanziario e monetario**<sup>1</sup>.

La realizzazione congiunta delle condizioni di equilibrio è strettamente correlata alla possibilità di sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo<sup>2</sup>. Tali condizioni, concatenate e reciprocamente interdipendenti, rappresentano

\* *Componente del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, con delega ai Principi Contabili, Principi di Revisione e Sistema dei Controlli. Componente del Consiglio di Gestione dell'OIC – Dottore Commercialista e Revisore Legale*

\*\* *Ricercatore dell'area aziendale della Fondazione Nazionale dei Commercialisti – Dottore Commercialista e Revisore Legale*

1 "Il fine dell'azienda, in quanto istituzione al servizio del soggetto economico per il perseguimento delle finalità personali di esso soggetto, non può che essere l'equilibrio del sistema medesimo in tutti i suoi molteplici aspetti, ma ricondotto al comune denominatore economico"; così si esprime Bertini U. "Il sistema d'azienda. Schema di analisi", Giappichelli, Torino, 1990, p. 44. Secondo Amaduzzi A. "L'azienda nel suo sistema e nei suoi principi", UTET, Torino, 1992, p. 198, condizione fondamentale dell'equilibrio d'impresa è conseguire una minima quantità di reddito dopo aver ripagato tutti i fattori della produzione, compresi l'interesse sul capitale di proprietà investito calcolato al tasso dei comuni impieghi di capitale e la remunerazione dell'opera direttiva dell'imprenditore.

2 Il concetto di equilibrio come elemento imprescindibile ai fini della sopravvivenza aziendale è ripreso da Arena P., "I fondamentali del modello del bilancio di esercizio", Giappichelli, Torino, 2002, p. 8, il quale definisce l'azienda come "[...] l'insieme degli accadimenti economici ordinati unitariamente da principi o leggi proprie inderogabili, tali da consentirne nel tempo l'equilibrio. L'azienda deve perseguire per non estinguersi l'equilibrio dinamico". È, inoltre, particolarmente significativa la definizione fornita da Amaduzzi A. "Manuale di contabilità aziendale", UTET, Torino, 1968, p. 49, secondo cui "[...] l'azienda per poter reggersi ha bisogno che il suo meccanismo economico soddisfi determinate condizioni. Possiamo dire che è proprio il verificarsi di tali condizioni che fa dell'azienda un sistema. L'equilibrio dell'impresa è perciò prospettico, in quanto si riferisce a condizioni future, e dinamico, in quanto si riferisce ad un andamento spiegato a lungo nel tempo [...]".

relazioni quantitative che l'organizzazione produttiva deve necessariamente realizzare in ogni momento; esse, assunte come fondamento teorico nella pratica della pianificazione, rappresentano i limiti entro i quali devono muoversi le scelte strategiche poste in essere dal governo aziendale.

L'equilibrio reddituale attesta l'attitudine dell'impresa a conseguire, nel medio e lungo periodo, un flusso di ricavi tali da garantirgli la copertura di tutti i costi, in un'ottica di creazione di valore sia per i terzi soggetti (*stakeholder*) che per i detentori del capitale di rischio (*shareholder*). Si parla in tal senso di economicità, ovvero di autosufficienza economica nel perseguimento degli obiettivi<sup>3</sup>. L'autosufficienza economica è imprescindibilmente correlata all'equilibrio finanziario dell'impresa, dato dalla sincronizzazione armonica temporale, tra investimenti e fonti di finanziamento (principio della correlazione fonti-impieghi). Un'impresa senza una consolidata struttura finanziaria nel tempo potrebbe avere difficoltà ad alimentare i circuiti reddituali.

Segnatamente, la condizione d'equilibrio finanziario emerge in presenza di flussi monetari quantitativamente e temporalmente adeguati alla copertura delle passività che vanno in scadenza.

La struttura finanziaria si dice in equilibrio qualora sia assicurata una correlazione qualitativa tra investimenti e finanziamenti. In tal senso, è necessario che il fabbisogno finanziario di breve periodo sia soddisfatto

con fonti a breve scadenza, così come occorre che il fabbisogno finanziario di medio-lungo periodo venga coperto con le fonti a medio-lungo termine. È, inoltre, importante che la correlazione tra fonti ed impieghi non si riferisca ad un investimento riconducibile al singolo finanziamento, quanto piuttosto alla totalità dei mezzi finanziari rispetto al complesso di beni impiegati dall'impresa nel processo produttivo.

L'equilibrio finanziario può essere indagato secondo **tre prospettive** di cui la prima, più ampia, definibile **finanziaria**, la seconda **numeraria** e, la terza, in un'accezione più restrittiva, **monetaria**:

- rientrano nella prima possibilità (*finanziaria*) i **crediti e debiti di finanziamento**, di **funzionamento** ed il **denaro in cassa**<sup>4</sup>;
- mentre quella *numeraria* concerne i soli **crediti e debiti di funzionamento**, nonché il **denaro**;
- infine, quella *monetaria* interessa le sole **disponibilità liquide**.

Alla luce di quanto delineato, è evidente che l'equilibrio finanziario rappresenta il presupposto per l'equilibrio monetario, che ne è parte integrante, con la differenza che mentre con il primo ci si sofferma sul concetto macro, di fonti e impieghi, con l'equilibrio monetario ci si riferisce alla correlazione tra entrate ed uscite di cassa.

Pertanto, al fine di dimostrare il legame tra prospettiva finanziaria, numeraria e monetaria si riporta la tabella che segue:

3 Cfr., Ferrero G. "Istituzioni di economia d'azienda", Giuffrè, Milano, 1968, p. 213, che definisce l'efficienza interna come "l'attitudine dell'azienda a determinare convenientemente e realizzare efficientemente, sul piano economico, le combinazioni operative afferenti i processi di produzione per il mercato o quelli di produzione per il consumo erogativo"; si veda, altresì, Mella P. "Economia aziendale", UTET, Torino, 1992, pp. 475-477.

4 Un intervento, *ad adiuvandum*, porta a rilevare che i debiti ed i crediti di finanziamento attengono rispettivamente, all'acquisizione di mezzi finanziari ed alla concessione a terze economie sempre di mezzi finanziari, mentre quelli di funzionamento sono sostanzialmente correlati alle operazioni operative di vendita di prodotti finiti e/o servizi ed acquisti dei fattori produttivi. Per denaro, invece, deve intendersi non solo quello in cassa, ma anche i depositi bancari e/o postali ovvero le attività prontamente liquidabili.

FONTI - IMPIEGHI	ASPETTO FINANZIARIO	ASPETTO NUMERARIO	ASPETTO MONETARIO
<b>Impieghi:</b>			
Aumento dei crediti di finanziamento	Sì	NO	Sì
Riduzione dei debiti di finanziamento	Sì	NO	Sì
Aumento dei crediti di funzionamento	Sì	Sì	NO
Riduzione dei debiti di funzionamento	Sì	Sì	Sì
<b>Fonti:</b>			
Riduzione dei crediti di finanziamento	Sì	NO	Sì
Aumento dei debiti di finanziamento	Sì	NO	Sì
Riduzione dei crediti di funzionamento	Sì	Sì	Sì
Aumento dei debiti di funzionamento	Sì	Sì	NO

Mentre l'equilibrio economico<sup>5</sup> e l'equilibrio finanziario richiedono una condizione di autosufficienza nel medio e lungo periodo, piuttosto che nel breve<sup>6</sup>, **l'equilibrio monetario dev'essere garantito in ogni istante della vita aziendale** onde evitare il "rischio di insolvenza"<sup>7</sup>. A questo proposito, si richiede, quindi, un'attenta e costante gestione della liquidità sia in chiave **retrospettiva che prospettica**.

Nel primo caso, si tratta di attivare un'indagine di tipo statico (analisi di bilancio per indici) o dinamico (analisi per flussi mediante lo strumento del rendiconto finanziario). Qualora si parli, invece, di chiave prospettica

ci si riferisce principalmente al *budget* delle fonti o degli impieghi, ma ancor di più al *budget* di cassa, che interessa la programmazione delle entrate e delle uscite di denaro.

L'indagine retrospettiva si sviluppa mediante lo strumento dell'**analisi di bilancio**.

Il primo indice di tipo finanziario è rappresentato dal CCN (**Capitale Circolante Netto** o *Net Working Capital* secondo la definizione anglosassone), che è dato dalla differenza tra Attivo corrente (Liquidità immediate + Liquidità differite + Rimanenze) e Passivo corrente. Esso costituisce un indicatore diagnostico sull'equilibrio finanziario di breve periodo

- 
- 5 Sui caratteri dell'equilibrio economico si vedano Giannessi E. "L'equazione del fabbisogno di finanziamento", Giuffrè, Milano, 1982; Ferrero G. "Le determinazioni economico-quantitative d'azienda", Giuffrè, Milano, 1967; Caramiello C. "Programmi e piani aziendali", Giuffrè, Milano, 1993; Corticelli R. "La crescita dell'azienda", Giuffrè, Milano, 1979.
- 6 Il profilo economico e finanziario dell'impresa, anche se nel breve periodo possono assumere andamenti divergenti, nel tempo tendono a convergere. In altri termini, il costante perseguimento della condizione d'equilibrio finanziario passa attraverso decisioni industriali – assunte sia a livello strategico che operativo – efficaci ed efficienti sul piano economico; al contempo, tra i diversi fattori necessari alla massimizzazione del profitto vi è un'ottimale gestione della risorsa capitale che, al pari degli altri *input* dell'attività imprenditoriale, si presenta come scarsa ed onerosa. In un'ottica di medio e lungo termine, dunque, la distinzione tra equilibrio finanziario ed economico appare sfumata, essendo, in definitiva, il binomio "adeguatezza della liquidità-capacità di reddito" a determinare, tempo per tempo, la probabilità di sopravvivenza dell'impresa. Ferrero G. "Il controllo finanziario delle imprese. Strumenti del controllo di sintesi", Giuffrè, Milano, 1984, p. 6.
- 7 Molteplici sono i soggetti, singoli studiosi o istituzioni, che hanno proposto una definizione del rischio di insolvenza. Secondo la teoria classica di Altman E.I. "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, 23, 1968, p. 589-609, è necessario distinguere tra insolvenza in senso statico e dinamico. In particolare, la prima si verifica quando l'impresa ha un capitale netto negativo (vale a dire se gli impieghi a Stato patrimoniale sono minori del valore dei suoi debiti), mentre la seconda accade quando il *cash flow* aziendale è insufficiente a coprire tutti i pagamenti richiesti. Successivamente, una parte della letteratura ha legato il concetto di rischio di insolvenza a quello di *financial distress*, ovvero quando il *cash flow* operativo aziendale non permette di poter far fronte alle obbligazioni correnti (Wruck K. "Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency", *Journal of financial economics*, 27, 1990, p. 419).

(entro i dodici mesi), ovvero sulla solvibilità dell'impresa<sup>8</sup>.

Il CCN può assumere i seguenti valori:

- $CCN > 0$  da cui Attivo corrente – Passivo corrente  $> 0$ . Il giudizio, in tale caso positivo va letto ed interpretato alla luce di altri fenomeni, come, ad esempio, la rotazione delle rimanenze, i tempi medi di riscossione dei crediti e di pagamento dei debiti, ecc.;
- $CCN < 0$ , da cui Attivo corrente – Passivo corrente  $< 0$ . Il giudizio è negativo, poiché potrebbe rappresentare il preludio per uno squilibrio finanziario patologico di breve periodo;
- $CCN = 0$ , da cui Attivo corrente – Passivo corrente  $= 0$ . Si tratta di una condizione difficilmente riscontrabile nella realtà.

Il CCN può essere, inoltre, analizzato sotto forma di CCN corrente o CCN finanziario. Nella prima circostanza, i valori che formano il CCN sono le attività correnti e le passività correnti che attengono lo svolgimento del normale ciclo operativo (acquisto, produzione e vendita)<sup>9</sup>. Il CCN finanziario interessa, invece, le componenti di Attivo corrente e Passivo corrente che rientrano nelle operazioni di tipo non operativo, quali ad esempio i crediti verso controllate e collegate di tipo finanziario, l'acquisto di partecipazioni aventi carattere non strategico, gli scoperti di conto corrente, ecc. Il secondo indice finanziario è rappresentato dal MATES (**Margine di Tesoreria**), dato dalla differenza tra Liquidità (immediate + differite) e Passivo corrente. Rispetto al CCN, nel

MATES non sono ricomprese le rimanenze di magazzino<sup>10</sup>.

L'indicatore può assumere i seguenti valori:

- $MATES > 0$ , da cui Liquidità immediate + Liquidità differite – Passivo corrente  $> 0$ . Il giudizio è positivo, poiché risulterebbe un equilibrio finanziario di breve periodo;
- $MATES < 0$ , da cui Liquidità immediate + Liquidità differite – Passivo corrente  $< 0$ . Il giudizio è negativo, poiché siamo in presenza di uno squilibrio finanziario di breve periodo ancor più evidente rispetto a quello prodotto nell'ipotesi di  $CCN < 0$ ;
- $MATES = 0$ , da cui Liquidità immediate + Liquidità differite – Passivo corrente  $= 0$ . Il giudizio è nullo, facendo attenzione, anche in questa circostanza, alle dinamiche finanziarie che si potrebbero sviluppare nel breve periodo e che potrebbero tramutare il segno del predetto indicatore in valore negativo ( $MATES < 0$ ) oppure positivo ( $MATES > 0$ ).

Infine, l'indice di **Liquidità immediata** considera le sole Liquidità immediate, dato, per l'appunto, dalla differenza tra Liquidità immediate – Passivo corrente.

Anche in questa circostanza l'indicatore potrebbe assumere i seguenti valori:

- Indicatore di liquidità immediata  $> 0$ , da cui Liquidità immediate – Passivo corrente  $> 0$ . Il giudizio è estremamente positivo, seppur difficilmente verificabile nella realtà;
- Indicatore di liquidità immediata  $< 0$ , da cui Liquidità immediate – Passivo corrente  $< 0$ . Il giudizio è negativo, per quanto rispecchia

8 La variazione del CCN ha trovato larga diffusione nella prassi contabile quale espressione del flusso finanziario della gestione in relazione al rapporto tra gli aggregati che lo definiscono, sinteticamente esposto dall'indicatore AC/PC: noto come quoziente di disponibilità (o *Current Ratio*), esso misura la solidità finanziaria di un'impresa sia nel tempo, comparando bilanci successivi della stessa azienda, sia nello spazio, procurando una misura relativa nel confronto con altre aziende. Nell'ipotesi in cui i flussi finanziari vengano misurati in termini di CCN, il relativo modello di rendiconto finanziario non considera l'effetto prodotto da operazioni di approvvigionamento e di impiego di capitale che non generano riflessi diretti, nel periodo osservato, sulla misura del CCN o del denaro in cassa. Tra di esse, operazioni quali l'emissione di nuove azioni per l'acquisizione di beni in natura, la trasformazione di obbligazioni convertibili in capitale sociale, gli apporti di beni in natura e contestuale assegnazione di azioni. Affinché gli effetti sul CCN o sul denaro in cassa trovino rappresentazione nel rendiconto finanziario, è necessario che il concetto di fondo sia identificato in quello di *stock* complessivo di risorse finanziarie totali, espresse dal totale delle attività dello stato patrimoniale.

9 A titolo esemplificativo si pensi ai crediti verso i clienti, piuttosto che ai debiti di fornitura o alle rimanenze di esercizio.

10 L'opportunità di calcolare il margine di tesoreria dipende dal grado di immobilizzo delle scorte. Se la trasformazione degli *input* in *output* si realizza nel medio e lungo termine, o se occorrono tempi lunghi per la distribuzione dei prodotti finiti, la rigidità delle scorte risulta essere eccessiva rispetto all'elasticità delle passività correnti. In ogni caso, valori permanentemente negativi del margine in questione evidenziano potenziali crisi di liquidità; mentre, brevi eccedenze delle passività correnti rispetto all'Attivo circolante (considerato al netto delle scorte) esprimono modeste tensioni nella gestione monetaria, non sufficienti a compromettere la solvibilità aziendale.

la maggiore casistica riscontrabile nelle imprese;

- Indicatore di liquidità immediata = 0, da cui Liquidità immediate – Passivo corrente = 0. Il giudizio è nullo.

Oltre al CCN, in un'ottica di analisi finanziaria è possibile determinare il MA.SA. (**Margine di Struttura Allargato**) dato dalla differenza tra Capitale netto + Passivo consolidato – Attivo Immobilizzato. In questo caso, il *focus* d'indagine non è più il breve periodo, ma si tende ad uno studio sull'equilibrio finanziario nel medio e lungo periodo, cioè sulla solidità aziendale. Il MA.SA. potrebbe assumere i seguenti valori:

- MA.SA. > 0, da cui Patrimonio netto + Passivo consolidato – Attivo fisso > 0. Il giudizio è positivo, sebbene è stato necessario ricorrere al capitale di terzi per ripristinare l'equilibrio finanziario di M/L periodo;
- MA.SA. < 0, da cui Patrimonio netto + Passivo consolidato – Attivo fisso < 0. Il giudizio è negativo, poiché è necessario fare

ricorso al Passivo corrente per finanziare gli investimenti durevoli;

- MA.SA. = 0 da cui Patrimonio netto + Passivo consolidato – Attivo fisso = 0. Si tratta di un'ipotesi remota da realizzarsi<sup>11</sup> il cui verificarsi, dovrebbe destare molta attenzione, poiché potrebbe tramutarsi in una situazione di squilibrio finanziario di M/L termine.

Anche per il MA.SA. è possibile parlare di area corrente ed area finanziaria. Per cui si avranno le attività e le passività di medio e lungo periodo impiegate nella gestione corrente/operativa rispetto alle attività e passività di medio e lungo termine che afferiscono alla sola gestione finanziaria.

È bene, inoltre, evidenziare come il MA.SA., rappresentativo dell'equilibrio finanziario di medio e lungo termine, sia l'equivalente del CCN, riferito invece al breve periodo. Tant'è che in alcune ipotesi il MA.SA. può essere inquadrato come Capitale Circolante Netto Fisso (CCNF).

La rappresentazione grafica che segue può contribuire ad esplicitare quest'ultimo concetto.

#### RAPPRESENTAZIONE DELL'EQUIVALENZA TRA CCN E MA.SA.

CCN > 0		Passivo corrente	MASA > 0
	Liq. diff.		
	Rim.		
	Imm. imm.	Passivo permanente (Passivo consolidato + Patrimonio netto)	
	Imm. mat.		
Imm. fin.			

Oltre al calcolo del CCN e del MA.SA., sempre nell'ambito dello studio sulle dinamiche finanziarie dell'impresa, sarebbe auspicabile determinare altri indici, tra cui

- quelli di autonomia e di dipendenza finanziaria;
- quelli di durata<sup>12</sup>, che di seguito vengono analizzati brevemente.

#### Indice di autonomia finanziaria

$$\text{Capitale proprio/Capitale Acquisito (Totale Passività)} \times 100$$

Quanto più alto è il valore di questo indice, tanto maggiore è il grado di indipendenza finanziaria dell'impresa.

11 L'uguaglianza nel senso tecnico presupporrebbe un valore uguale al centesimo tra Passivo consolidato + Patrimonio netto rispetto all'Attivo fisso. È chiaro che si tratta di un'ipotesi piuttosto remota se vista in questi termini, non tanto remota se si accetta una differenza irrilevante tra le grandezze indagate.

12 In realtà ci sarebbero anche gli indici di rotazione e gli indici di elasticità e rigidità degli investimenti e dei finanziamenti che in questa sede si è deciso di non trattare.

## Indice di dipendenza finanziaria (o di indebitamento)

Capitale investito/Capitale proprio

Questo indice può assumere valori  $> 1$  oppure  $= 1$ . I valori alti denotano un forte grado di indebitamento.

**Gli indici di durata** segnalano la dinamica temporale con la quale si registra il ritorno sotto forma di liquidità del capitale investito:

- *Indice di durata del magazzino materie prime*

Magazzino materie prime/Consumo di materie x 365 gg

- *Indice di durata del magazzino prodotti finiti*

Magazzino prodotti finiti/Costo del venduto x 365 gg

- *Indice di durata dei crediti commerciali*

Crediti verso clienti (al netto dell'IVA)/Fatturato x 365 gg

- *Indice di durata dei debiti commerciali*

Debiti verso fornitori (al netto dell'IVA)/Acquisti x 365 gg

Dalla sommatoria della durata del magazzino e la durata dei crediti commerciali al netto della durata dei debiti commerciali, è possibile prevenire il fabbisogno finanziario di breve periodo<sup>13</sup>. All'analisi per indici si affianca, sempre in chiave retrospettiva, l'analisi per flussi finanziari.

Lo strumento adottato nell'analisi per flussi è il rendiconto finanziario<sup>14</sup> attraverso il quale

è possibile osservare, per l'appunto, la dinamica finanziaria (flussi di impieghi e flussi di fonti) di un'impresa<sup>15</sup>.

La dinamica finanziaria offre un parametro di analisi della liquidità, poiché permette di monitorare non solo i flussi impiegati e prodotti, ma anche la loro afferenza alla gestione reddituale, finanziaria o degli investimenti<sup>16</sup>.

Nell'area reddituale confluiscono sostanzial-

13 Sul fabbisogno finanziario, tra gli altri, Giannessi E. "L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione", *Cursi*, Pisa, 1969 pp. 49 e ss.; Onida P. "Economia d'azienda", UTET, Torino, 1998, pp. 393 e ss.; Paolone G., D'Amico L. "L'economia aziendale", Giappichelli, Torino, 1994, pp. 158 e ss.

14 Al rendiconto finanziario è attribuita la funzione di fornire al lettore informazioni circa la situazione finanziaria della società, nonché – utilizzato insieme alle altre parti del bilancio – di consentire la valutazione della struttura finanziaria, della liquidità della società e della capacità di generare flussi di cassa sia sotto l'aspetto quantitativo che qualitativo. A tale strumento viene oggi attribuita una maggiore e rinnovata importanza, tanto che l'Organismo Italiano di Contabilità ha inteso sostituire con un apposito principio contabile – l'OIC 10 ("La redazione del rendiconto finanziario"), appunto – le indicazioni precedentemente previste nell'OIC 12 ("Composizione e schemi del bilancio d'esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi") che definivano la mancanza di tale prospetto una violazione del principio di rappresentazione veritiera e corretta solamente per le imprese di maggiori dimensioni.

15 La letteratura prevalente sull'analisi per flussi può essere ricondotta ai seguenti autori: Capaldo P. "Il cash flow e le analisi finanziarie nella gestione finanziaria d'impresa", *Riv. dott. comm.*, 6, 1971; Caramiello C. "Indici di bilancio", Giuffrè, Milano, 1993; Coda V., Brunetti G., Bergamin Barbato M. "Indici di bilancio e flussi finanziari", Etas, Milano, 1977; Dezzani F. "Il rendiconto finanziario delle variazioni di capitale circolante netto", *Riv. dott. comm.*, 1, 1978; Id. "Il rendiconto finanziario delle variazioni di liquidità", *ivi*, 2, 1978; Potito L. "Il rendiconto finanziario nelle imprese", Giannini, Napoli, 1980; Sostero U., Ferrarese P. "Il rendiconto finanziario", Giuffrè, Milano, 1995.

16 Per ulteriori dettagli sulla gestione corrente, degli investimenti e dei finanziamenti, si veda, tra gli altri, Lucido N. "Il rendiconto finanziario e l'informativa di bilancio", *newsletter FNC*, 28.2.2015.

mente tutti gli impieghi e le fonti attinenti alla gestione caratteristica o operativa.

Nell'area dei finanziamenti convergono i flussi derivanti dalle attività di acquisizione di mezzi finanziari (capitale proprio e capitale di terzi) e dalla concessione di finanziamenti a terze economie (acquisizione di partecipazioni e concessioni di crediti di finanziamento).

Nell'area degli investimenti si considerano i flussi in entrata ed i flussi in uscita che riguardano le operazioni relative agli investimenti ed ai disinvestimenti di beni materiali e immateriali.

## POSIZIONE FINANZIARIA NETTA: DESCRIZIONE E CONTENUTI

Lo studio dell'analisi finanziaria e dei suoi equilibri può essere approfondita, anche, mediante lo strumento della Posizione Finanziaria Netta (in breve PFN)<sup>17</sup>.

Si tratta di un valore che scaturisce dalla somma algebrica tra grandezze finanziarie, siano esse sia di breve che di medio-lungo periodo. In tal senso, la *ratio* che sottende la determinazione della posizione finanziaria netta è da ricercare nell'opportunità di depurare l'Attivo corrente ed il Passivo corrente, così come l'Attivo fisso ed il Passivo fisso, da tutte quelle componenti che, in un modo o nell'altro, sono riconducibili alla gestione operativa dell'impresa, per soffermarsi sulle attività e passività

specificatamente finanziarie<sup>18</sup>. Si tratta, in quest'ultimo caso, di comprendere come gli investimenti finanziari, per loro naturale collocazione, più facilmente liquidabili, possano assicurare il pagamento dei debiti finanziari ed eventualmente, in via residuale, essere reimmessi nel circuito monetario aziendale<sup>19</sup>. Pertanto, diversamente dal debito di fornitura che rientra comunque in un'analisi di CCN, ma che è ascrivibile all'aspetto operativo dell'impresa, il debito bancario relativo allo scoperto di c/c ha una natura finanziaria in senso stretto<sup>20</sup>. Così come, il credito di funzionamento, non sempre prontamente liquidabile, ha un presupposto differente rispetto all'investimento in titoli di stato, che dovrebbero essere più facilmente monetizzabili.

Per giungere alla determinazione della PFN, occorrerà, quindi:

1. individuare all'interno delle categorie del CCN e M.A.S.A. (CCNF)<sup>21</sup> le attività e le passività tipicamente finanziarie rispetto a quelle operative;
2. riclassificare le attività finanziarie in un'ottica di breve e medio-lungo termine come di seguito suggerito:
  - attività e passività finanziarie prontamente liquidabili, ovvero monetizzabili entro i tre mesi;
  - attività e passività finanziarie liquidabili nel breve periodo, ovvero tra i tre mesi ed i dodici mesi;
  - attività e passività finanziarie liquidabili nel medio e lungo periodo, ovvero oltre i dodici mesi;

il tutto come sintetizzato nella figura che segue.

17 Una attenta disamina sulla posizione finanziaria netta viene offerta dal documento IRDCEC ottobre 2013 n. 22 "L'iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione. La posizione finanziaria netta", in *Banca Dati Eutekne*.

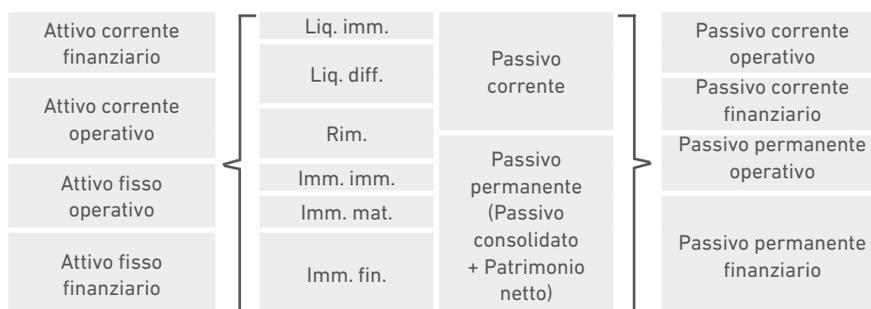
18 A questo proposito, sarebbe utile alla causa procedere alla riclassificazione dello Stato patrimoniale secondo il criterio funzionale o della pertinenza gestionale. Così facendo, infatti, sia le attività, che le passività potranno essere distinte in operative ed extra operative.

19 "Il concetto di PFN si fonda sulla considerazione che le attività finanziarie sono, dal più al meno, sempre convertibili in contanti. Pertanto, l'indebitamento, per la parte idealmente corrispondente ad attività finanziarie, può essere agevolmente "annullato" mediante cessione a terzi o anche agli stessi creditori di tali attività". D'Alessio R. "L'analisi dei margini", in Antonelli V., D'Alessio R., Dell'Atti V. "Analisi di bilancio e Basilea 2", Ipsoa, Milano, 2007, p. 159.

20 Sull'argomento, tra gli altri si veda, Giunta F. "Analisi di bilancio. Riclassificazione, indici e flussi", Centro stampa il Prato, Firenze, 2004, p. 30 e ss.

21 Capitale Circolante Netto Fisso.

## LA RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE PER LA DETERMINAZIONE DELLA PFN



Una volta riclassificati i valori, distinguendoli tra operativi e finanziari, focalizzandosi su quest'ultimi si avrà che nel breve periodo la PFNb è data da<sup>22</sup>:

### A) Posizione finanziaria netta di breve periodo di primo livello

Attività finanziarie prontamente liquidabili – Passività finanziarie a breve = Posizione finanziaria netta di breve periodo di primo livello.

Per *attività finanziarie prontamente liquidabili* s'intendono sostanzialmente: cassa e banca, titoli di stato, altri titoli (purché facilmente monetizzabili), azioni possedute per fini speculativi, ecc.

Per *passività finanziarie di breve* si considerano, invece: debiti finanziari verso controllate, collegate, controllanti, debiti verso le banche, debiti di *factoring*, anticipazioni bancarie, ratei, risconti passivi, ecc.

### B) Posizione finanziaria netta di breve periodo di secondo livello

Attività finanziarie prontamente liquidabili + Attività finanziarie a breve – Passività finanziarie a breve = Posizione finanziaria netta di breve periodo di secondo livello.

In aggiunta alle due precedenti classi di valori, in questa configurazione si ritrovano le *attività finanziarie di breve periodo* che ricomprendono: crediti finanziari verso controllate, collegate e controllanti, titoli non prontamente liquidabili, ratei e risconti finanziari attivi, ecc.

Con riferimento al medio e lungo periodo, la

PFNml può essere rappresentata come segue:

### C) Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di primo livello

Attività finanziarie prontamente liquidabili – Totale passività finanziarie (Passività finanziarie di breve + Passività finanziarie di M/L termine) = Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di primo livello.

Oltre alle attività finanziarie ed alle passività finanziarie di breve, rientrano nel conteggio, le passività finanziarie di M/L termine come ad esempio: mutui bancari, cambiali finanziarie, debiti verso soci, debiti finanziari verso controllate, collegate e controllanti, debiti di *leasing*, ecc.

### D) Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di secondo livello

Attività finanziarie prontamente liquidabili + Attività finanziarie a breve – Totale passività finanziarie = Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di secondo livello.

In questa circostanza le grandezze indagate sono state in precedenza descritte.

### E) Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva

Attività finanziarie prontamente liquidabili + Attività finanziarie a breve + Attività finanziaria di medio e lungo – Totale passività finanziarie = Posizione finanziaria netta di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva.

Per definire la PFN complessiva si considerano anche le attività finanziarie di medio e

<sup>22</sup> In merito ai differenti prospetti utilizzati nella determinazione dell'indebitamento netto, o meglio della posizione finanziaria netta, si rinvia in particolare a quello proposto da Assonime con la circolare n. 12/1989 e quello riportato nell'OIC 6.

lungo periodo, tra cui: crediti finanziari verso controllate, collegate e controllanti, titoli immobilizzati, partecipazioni, altri crediti finanziari di medio e lungo termine, ratei e risconti pluriennali, ecc.  
Dopo aver illustrato i differenti livelli di rap-

presentazione della PFN, può essere funzionale ricorrere ad un prospetto di raccordo con le voci del bilancio civilistico, con riferimento al contenuto dello Stato patrimoniale (art. 2424 c.c.), sia per le voci dell'Attivo, che del Passivo<sup>23</sup>.

## ATTIVO

RAGGRUPPAMENTO VOCE DI BILANCIO RICLASSIFICATO SECONDO L'ART. 2424	DETTAGLIO VOCE RICLASSIFICATA SECONDO SCHEMA DI BILANCIO EX ART. 2424 C.C.	COLLOCAZIONE NEI DIFFERENTI LIVELLI DI POSIZIONE FINANZIARIA NETTA
B) Immobilizzazioni III - Immobilizzazioni finanziarie, con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo (in questa circostanza i crediti hanno una valenza finanziaria pertanto rientrano nel conteggio della posizione finanziaria netta)	1) Partecipazioni in: a) ...	<b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva</b>
	2) Crediti oltre l'esercizio successivo	<b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva</b>
	2) Crediti entro l'esercizio successivo	<b>PFN di breve periodo di secondo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di secondo livello</b>
C) Attivo circolante III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	3) Altri titoli	<b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva</b>
	1) Partecipazioni in imprese controllate	<b>PFN di breve periodo di secondo livello</b>
	2) Partecipazioni in imprese collegate	<b>PFN di medio e lungo periodo di secondo livello</b>
	3) Partecipazioni in imprese controllanti	
	4) Partecipazioni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti	
5) Verso altri	<b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello</b>	
6) Altri titoli		<b>PFN di breve periodo di primo livello</b> <b>PFN di breve periodo di secondo livello</b>
	6) Altri titoli (se prontamente liquidabili)	<b>PFN di medio e lungo periodo di primo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di secondo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello</b>
C) Attivo circolante IV - Disponibilità liquide	1) Depositi bancari e postali 2) Assegni 3) Danaro e valori in cassa	<b>PFN di breve periodo di primo livello</b> <b>PFN di breve periodo di secondo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di primo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di secondo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello</b>

<sup>23</sup> Lo schema riportato tiene conto delle modifiche introdotte con il DLgs. 18.8.2015 n. 136, di recepimento della direttiva 2013/34/UE. Nonostante il citato decreto sia entrato formalmente in vigore il 16 settembre, le novità introdotte riguarderanno i bilanci relativi ad esercizi aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2016.

RAGGRUPPAMENTO VOCE DI BILANCIO RICLASSIFICATO SECONDO L'ART. 2424	DETTAGLIO VOCE RICLASSIFICATA SECONDO SCHEMA DI BILANCIO EX ART. 2424 C.C.	COLLOCAZIONE NEI DIFFERENTI LIVELLI DI POSIZIONE FINANZIARIA NETTA
D) Ratei e risconti attivi (se finanziari)	Non pluriennali	PFN di breve periodo di secondo livello PFN di medio e lungo periodo di secondo livello PFN di medio e lungo periodo di terzo livello
	Pluriennali	PFN di medio e lungo periodo di secondo livello PFN di medio e lungo periodo di terzo livello

**PASSIVO**

RAGGRUPPAMENTO VOCE DI BILANCIO RICLASSIFICATO SECONDO L'ART. 2424	DETTAGLIO VOCE RICLASSIFICATA SECONDO SCHEMA DI BILANCIO EX ART. 2424 C.C.	COLLOCAZIONE NEI DIFFERENTI LIVELLI DI POSIZIONE FINANZIARIA NETTA
D) Debiti, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo	<b>Entro l'esercizio successivo ovvero se rimborsabili entro l'esercizio successivo</b> 1) Obbligazioni 2) Obbligazioni convertibili 3) Debiti verso soci per finanziamenti 4) Debiti verso banche 5) Debiti verso altri finanziatori ... 9) Debiti verso imprese controllate (se finanziari) 10) Debiti verso imprese collegate (se finanziari) 11) Debiti verso imprese controllanti (se finanziari) 11-bis) Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	PFN di breve periodo di secondo livello PFN di medio e lungo periodo di primo livello PFN di medio e lungo periodo di secondo livello PFN di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva
	<b>Oltre l'esercizio successivo ovvero se rimborsabili oltre l'esercizio successivo</b> 1) Obbligazioni 2) Obbligazioni convertibili 3) Debiti verso soci per finanziamenti 4) Debiti verso banche 5) Debiti verso altri finanziatori ... 9) Debiti verso imprese controllate (se finanziari) 10) Debiti verso imprese collegate (se finanziari) 11) Debiti verso imprese controllanti (se finanziari)	PFN di medio e lungo periodo di primo livello PFN di medio e lungo periodo di secondo livello PFN di medio e lungo periodo di terzo livello o complessiva

RAGGRUPPAMENTO VOCE DI BILANCIO RICLASSIFICATO SECONDO L'ART. 2424	DETTAGLIO VOCE RICLASSIFICATA SECONDO SCHEMA DI BILANCIO EX ART. 2424 C.C.	COLLOCAZIONE NEI DIFFERENTI LIVELLI DI POSIZIONE FINANZIARIA NETTA
E) Ratei e risconti passivi (se finanziari)	Non pluriennali	<b>PFN di breve periodo di secondo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di primo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di secondo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello</b>
	Pluriennali	<b>PFN di medio e lungo periodo di primo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di secondo livello</b> <b>PFN di medio e lungo periodo di terzo livello</b>

## POSIZIONE FINANZIARIA NETTA E INFORMATIVA DI BILANCIO

Le diverse configurazioni della posizione finanziaria netta, così come rappresentate, forniscono ciascuna una serie di informazioni, il cui approfondimento è sicuramente garantito dall'aggregato di valori che si sceglie di analizzare. Pertanto, la *PFN di breve periodo di primo livello* offre indubbiamente una portata conoscitiva differente rispetto alla riclassificazione della *PFN di medio e lungo periodo complessiva*.

Ad ogni modo, lo scopo che qui si intende perseguire, in via del tutto generale, tende ad amplificare le informazioni che potrebbe trarre un analista, o comunque il lettore del documento contabile del bilancio di esercizio e dei documenti ad esso correlati.

Sulla base di tali presupposti, ed in funzione dell'esigenza avvertita dalle imprese di porre maggiore attenzione ai rischi correlati agli squilibri di natura finanziaria, la tradizionale fonte informativa esterna del bilancio di esercizio, si arricchisce di una serie di documentazioni e di strumenti a supporto.

Tra questi, la **relazione sulla gestione**, all'interno della quale, nella descrizione degli indici di natura finanziaria, può essere validamente

inserita quale strumento diagnostico la PFN. Infatti, l'art. 2428 comma 2 c.c. prevede che *"L'analisi di cui al primo comma è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato nella gestione, gli indicatori di risultato finanziari [...]"*.

Lo studio sulla PFN può essere, in prima battuta utile ad individuare il grado potenziale ed effettivo di liquidabilità delle attività e di esigibilità delle passività dell'impresa ed, in seconda battuta, le criticità che un disequilibrio potrebbe comportare in termini di<sup>24</sup>:

- **costi di illiquidità;**
- **costi di mobilità finanziaria;**
- **costi di controllo.**

I primi sono il frutto di condizioni che potrebbero vedere l'impresa costretta a negoziare i propri prodotti e/o servizi a prezzi di mercato ben più bassi rispetto alla regolare contrattazione, ovvero, seppur mantenendo i prezzi di listino potrebbero essere la conseguenza di una difficoltà più o meno consolidata, da parte dell'impresa, di collocare sul mercato quantitativi di prodotti e/o servizi tali da assicurarli un'autosufficienza reddituale e finanziaria. Pertanto, i costi di illiquidità possono tradursi, nel primo caso, nella riduzione delle entrate monetarie dovute ai minori

24 Brunetti G., Olivetto L. "Il controllo del capitale circolante", UTET, Torino, 1992, p. 187 e ss.

ricavi correlati al prezzo di vendita, nel secondo caso, alla diminuzione dei quantitativi venduti. A tutto questo si aggiunga il rischio di non riuscire a riscuotere in contanti, o alle scadenze prestabilite, i crediti, attivando, in quest'ultima ipotesi, le procedure per il loro recupero.

Le complicazioni appena descritte, in modo piuttosto automatico, attivano il processo di generazione dei costi di mobilità finanziaria, riconducibili alla gestione accorta e proficua delle risorse liquide presenti all'interno dell'azienda, rispetto a quelle provenienti da soggetti terzi. Il costo, in questa circostanza, deriva dalla necessità di fronteggiare le esigenze relative al fabbisogno finanziario, mediante immissione di denaro fresco, non essendo l'impresa nelle condizione di autofinanziarsi.

L'immissione di denaro fresco, infatti, influisce sul parametro dato dal costo del capitale, che è rappresentativo, non solo del costo del capitale proprio impiegato in azienda, ma anche del costo dell'indebitamento relativo al capitale di terzi<sup>25</sup>.

Il costo del capitale va a sua volta confrontato con i rendimenti degli investimenti che sono stati finanziati per verificare se ed in che modo i costi della mobilità finanziaria potranno essere recuperati tramite l'impiego degli investimenti a servizio della redditività dell'impresa<sup>26</sup>. Per finire, i costi di controllo sono riconducibili principalmente all'attività di monitoraggio sugli andamenti monetari dell'impresa<sup>27</sup>. Si tratta, in altri termini, di prevenire e realizzare un sistema di controllo che abbia le caratteristiche di fornire in tempi rapidi dei *report* che abbiano la peculiarità di essere puntuali, non dispersivi e ben articolati. Il fine ultimo è quello di offrire all'operatore un *tableau de bord* con le informazioni giuste al momento giusto.

All'interno del sistema di controllo si inserisce

a pieno titolo lo studio sulla PFN, che potrebbe concedere un quadro piuttosto dettagliato di quelle che sono le risorse finanziarie prodotte dall'impresa ed investite dalla medesima, sotto forma di titoli, di crediti finanziari, ecc.

Il passaggio iniziale è sicuramente rappresentato dalla liquidità di partenza, che deriva dalla gestione operativa e non dell'impresa. Da ciò l'importanza, nell'analisi sulla PFN, dello strumento del rendiconto finanziario, al fine di indagare la provenienza delle attività liquide e se le medesime siano il frutto del processo di autofinanziamento, combinato all'attività reddituale, finanziaria e degli investimenti. È naturale, infatti che, una PFN positiva alimentata da processi gestionali di tipo operativo, piuttosto che finanziario o degli investimenti, oltre a garantire la copertura di investimenti finanziari, denota un'immissione nei circuiti monetari dell'impresa di liquidità che andrebbe a sovvenzionare l'intera gestione senza la necessità di ricorrere a finanziamenti di terzi, o comunque limitando il ricorso al capitale con il vincolo del prestito. Di contro, una PFN negativa esprimerebbe un forte disagio monetario che l'impresa sta vivendo, quale frutto di una condizione patologica, che a seconda delle circostanze e delle informazioni provenienti dalla lettura di altri strumenti diagnostici, come il rendiconto finanziario, potrebbe essere dovuto ad una difficoltà nell'attività operativa (scarse vendite e/o incremento dei costi operativi, ecc.), oppure relativo a complicazioni di natura finanziaria (difficoltà di rimborso dei finanziamenti, immissione di finanziamenti di tipo non fisiologico, ecc.) o correlato agli investimenti (aumento degli investimenti). Volendo tradurre in indici, quanto sinora esposto, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, si avrà:

---

25 Si ricorda la formula del costo del capitale che possiamo indicare come:  $WACC = Ke \cdot PN / (PN + D) + Kd (1 - t) \cdot D / (D + PN)$ , laddove:

Ke = costo dei mezzi propri

PN = patrimonio netto

D = debito

Kd = costo del debito t = aliquota fiscale.

26 A tal proposito si parla di redditività del capitale investito, ROI (RO/CI), di costo del capitale, ROD (Oneri finanziari/Debiti onerosi), e del processo di leva finanziaria.

27 Si tratta della grandezza che nei prospetti della PFN viene identificata come "attività prontamente liquidabili".

## Indice di indebitamento netto

PFN/Capitale proprio

L'indebitamento netto<sup>28</sup> è esplicativo del ricorso o meno dell'azienda al capitale di terzi, non essendo la medesima in grado di coprire con il capitale proprio il fabbisogno di breve, medio e lungo termine. A quest'ultimo proposito sarebbe auspicabile utilizzare al numeratore la configurazione della PFN complessiva<sup>29</sup>. La

portata informativa di questo indice è relativa alla quantificazione della liquidità residua dopo aver coperto il fabbisogno finanziario dell'impresa (debiti di breve e di medio e lungo termine di natura finanziaria), per comprendere, se ed in che entità, il capitale proprio ha contribuito al finanziamento dell'impresa.

## Indice di copertura finanziaria degli investimenti

PFN/Capitale investito netto

Il presente indice esprime la copertura degli investimenti mediante la liquidità prodotta dalla gestione finanziaria netta, in luogo del capitale proprio.

Un indice di indebitamento netto, piuttosto che un indice di copertura finanziaria netta degli

investimenti, con segno negativo costituisce un importante parametro per definire una potenziale difficoltà finanziaria dell'impresa. In questo caso, sarebbe preferibile l'immissione di mezzi propri per non appesantire ulteriormente la posizione finanziaria, già precaria, dell'impresa.

## Indice di ritorno delle vendite

PFN/Vendite

La PFN rapportata alle vendite può esprimere l'attitudine dell'impresa a garantire la copertura dei mezzi finanziari attraverso le vendite. Pertanto, la liquidità residuale non assorbita dai costi operativi reinvestita, alimentando il solo circuito finanziario, assicura una sostenibilità monetaria dell'impresa.

Oltre a quanto espresso sotto forma di indici, la lettura e l'interpretazione della PFN potrebbe essere interessante se raffrontata, ad esempio, con la lettura ed interpretazione dei valori del CCN di breve periodo, ma ancor di

più del MATES e degli indici di liquidità. Del resto, il MATES è traducibile, per l'aspetto puramente finanziario, nella PFN di breve periodo di secondo livello, mentre l'indice di liquidità, nella PFN di breve di primo livello. Stante l'utile contenuto informativo dell'indicatore, tuttavia per la valutazione di sostenibilità, attuale e prospettica, nel rimborso dei debiti finanziari è necessario osservare un indicatore costruito dal confronto della PFN con l'EBITDA<sup>30</sup> (qui per semplicità anche Margine operativo lordo). Diversamente dal

28 Si dice netto per distinguerlo dall'indice di indebitamento Capitale investito/Capitale netto che considera la globalità degli impieghi e delle fonti siano essi di natura operativa che finanziaria.

29 Teodori C. "Rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione", Giappichelli, Torino, 2009, p. 33.

30 L'EBITDA costituisce l'indicatore economico principale per l'analisi dell'andamento aziendale, indicando il risultato della gestione caratteristica. Anche se esiste una relazione tra EBITDA e capitale circolante netto, meglio noto come *Net Working Capital*, e quindi indirettamente con i flussi di cassa operativi, esso non fornisce alcuna indicazione diretta circa l'andamento finanziario dell'azienda con riferimento alle entrate ed uscite di cassa. A ben vedere l'EBITDA coincide con il flusso di cassa operativo solo in assenza di circolante. Pertanto se ai ricavi non seguono corrispondenti entrate di cassa, si registra l'incremento del capitale circolante che rappresenta autofinanziamento potenziale. In tal senso Pavarini E. "L'equilibrio finanziario", McGraw-Hill, Milano, 2006.

precedente, la valutazione positiva di sostenibilità finanziaria dei debiti nel tempo non è sottolineata da un valore negativo dell'indicatore. È necessario piuttosto che l'indicatore assuma valori contenuti **in termini assoluti**: in questo caso si metterebbe in evidenza una sostanziale capacità dell'azienda di sostenere il rimborso dei debiti finanziari indicati nella PFN – tra i quali compaiono le quote di rimborso dei debiti di finanziamento a lungo termine – attraverso la generazione di flussi reddituali operativi caratteristici lordi indicati nel valore dell'EBITDA<sup>31</sup>.

Pertanto, a partire dagli indicatori di solvibilità, CCN, MATES ed Indice di liquidità, grazie al supporto ed allo studio sulla PFN sarà possibile comprendere se l'equilibrio finanziario di breve periodo sia più o meno facilmente perseguibile. Potrebbe, infatti, accadere che il soffermarsi sui soli indicatori di solvibilità tragga in inganno l'operatore analista. Si pensi, a tal proposito, a titolo esemplificativo, ai **crediti incagliati**. Ciò in quanto, paradossalmente, limitandosi alla sola grandezza del CCN operativo, il maggior valore dei crediti (tra cui gli incagliati) rispetto ai debiti di fornitura (in scadenza), andrebbe a creare un effetto distorsivo dato dalla lettura del CCN operativo maggiore di zero (così come un M.A.TES > 0). In questa circostanza, il ricorso alla PFN di breve permetterebbe di constatare e quantificare una sofferenza di liquidità in atto, data dal ricorso alle passività finanziarie a copertura del mancato incasso ed a supporto del fabbisogno operativo. In definitiva, si potrebbe registrare un CCN ed un MATES operativi maggiori di zero a fronte di una PFN negativa, data dall'aumento dei debiti finanziari.

La difficoltà espressa potrebbe aggravarsi se a finanziare l'Attivo corrente operativo, fossero, ad esempio, le passività finanziarie di medio-lungo periodo, poiché ciò vorrebbe significare alimentare il circuito monetario di breve, mediante l'afflusso di mezzi finanziari di differente scadenza, senza il rispetto dell'armonizzazione temporale del ciclo investimenti-finanziamenti. Il tutto si tradurrebbe in una PFN di medio e lungo periodo negativa.

Un discorso analogo, ma opposto, potrebbe farsi considerando le grandezze della PFN di medio e lungo e del CCNF, qualora, ad esempio, si presentasse una situazione in cui il M.A.S.A.<sup>32</sup> risultasse essere positivo, in quanto il passivo permanente, con il particolare contributo dei debiti di medio e lungo termine, è superiore rispetto all'Attivo fisso.

In un'analisi sulla PFN potrebbe, ad esempio, emergere una PFN di breve positiva, rispetto a quella di medio e lungo invece negativa. Ciò in quanto la PFN di m/l ha assorbito per intero la liquidità prodotta nel breve periodo (PFN di breve positiva), non essendosi tradotta in liquidità operativa e successivamente finanziaria, il rendimento degli investimenti d'impresa. Pertanto, gli investimenti finanziati con i debiti a m/l non avrebbero prodotto redditività e, conseguentemente, non si sarebbero monetizzati a tal punto, da comportare una difficoltà nel rimborso dei finanziamenti, che è maggiormente evidente nella determinazione della PFN complessiva, in cui sono presenti i mezzi di terzi con scadenza medio-lunga. La condizione appena descritta, potrebbe rientrare nella "normalità" per l'azienda in fase di *strat-up*, ma potrebbe rappresentare una condizione patologica per l'impresa in fase di declino<sup>33</sup>.

31 Ciò è dovuto al fatto che, qualora non si verificano variazioni nel capitale circolante – dunque nei crediti verso clienti e nei debiti verso fornitori – la configurazione reddituale EBITDA (o, per quanto asserito, MOL), esprime una misura indicativa sintetica dei flussi di cassa operativi generati dalla gestione caratteristica, che possono dunque essere utilizzati al servizio degli impegni finanziari assunti. Si rivela pertanto un indicatore di reddito fortemente utilizzato nella pratica professionale e nella valutazione sintetica della capacità di generare flussi finanziari operativi di un progetto di investimento o di un'azienda, soprattutto se finanziato con capitale di terzi.

32 Anche in questa circostanza, la correlazione tra il M.A.S.A., per il solo aspetto finanziario, e la PFN di medio e lungo periodo è evidente.

33 Appare utile evidenziare, tra l'altro, che tutti gli approcci valutativi di tipo *asset side* (tipicamente approccio dei multipli di mercato e approccio fondato sui risultati attesi), che pervengono alla stima del valore del capitale economico di un'impresa (*Wequity*) attraverso la stima del valore complessivo del capitale investito (*Wasset* o *Enterprise Value*), richiedono la determinazione della posizione finanziaria netta. Tali metodi trovano nella prassi ampia diffusione all'interno della negoziazione

Ancor più grave, sarebbe il caso in cui a finanziare il mancato rendimento degli investimenti fossero le passività a breve. Infatti, al verificarsi di quanto rappresentato anche la PFN di breve assumerebbe valori negativi, aggravando l'equilibrio precario dell'impresa.

## UNA PROPOSTA DI ANALISI COMPARATIVA

Nella ricognizione dei metodi di determinazione della PFN emerge ciò che è possibile realizzare, grazie al supporto delle informazioni rinvenibili attraverso tale indicatore, in merito anche all'utilità del medesimo all'interno dell'informativa di bilancio e dei documenti ad esso correlati<sup>34</sup>. Per tale circostanza allo scopo di fornire, in termini pratici, un'analisi comparativa delle fattispecie più ricorrenti, di seguito sono evidenziati alcuni passaggi chiave, accompagnati da sintetici commenti, contenuti nelle **relazioni finanziarie annuali**

di alcuni importanti società italiane quotate, senza che ciò debba apparire una prerogativa a beneficio dei soli comparti borsistici, dal momento che oramai la presenza di dati finanziario-patrimoniali contribuiscono a migliorare l'informativa di bilancio anche della società "chiuse".

A mero titolo esemplificativo, quindi, si è proceduto con il riportare i dati e le informazioni comparabili relativi allo stesso periodo (esercizio sociale 2014), comprendendo anche l'esame di correlazioni quali quelle esistenti tra dati finanziari e patrimoniali, che è ipotizzabile migliorino il grado di conoscenza dell'impresa all'esterno.

Per lo svolgimento dell'analisi comparativa si è preferito – tenendo conto delle finalità della stessa – utilizzare un semplice confronto di notizie riportate nei bilanci d'esercizio o nei bilanci consolidati di gruppo, quale volontà di contribuire a porre in rilievo alcuni aspetti di cui è opportuno conoscerne l'ampiezza in modo da concorrere a ridurre il rischio potenziale insito in alcune specifiche asserzioni di bilancio.

### RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2014 - ARNOLDO MONDADORI EDITORE SPA

#### La situazione patrimoniale e finanziaria

La situazione finanziaria del Gruppo Mondadori, al 31 dicembre 2014, è negativa per 291,8 milioni di euro, in sensibile miglioramento rispetto ai -363,2 milioni di euro di dicembre 2013.

Posizione finanziaria netta (euro/milioni)	31/12/2014	31/12/2013
Cassa e altre disponibilità liquide equivalenti	13,0	65,7
Attività finanziarie al <i>fair value</i>	-	-
Attività finanziarie disponibili per la vendita	-	-
Attività (passività) in strumenti derivati	(1,7)	0,2
Altre attività (passività) finanziarie	(7,4)	0,5
Finanziamenti (breve e medio/lungo termine)	(295,7)	(429,6)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>(291,8)</b>	<b>(363,2)</b>

Le linee a medio/lungo termine al 31 dicembre sono costituite da:

delle acquisizioni. La determinazione della PFN ha rilevanza trasversale rispetto ai diversi criteri valutativi richiamati ed ha un significativo impatto negoziale poiché, dato il *Wasset*, quanto maggiore è la PFN tanto minore sarà l'*Wequity* e quindi il corrispettivo che l'acquirente deve riconoscere al venditore.

<sup>34</sup> Per un'analisi delle soluzioni seguite dalla prassi contabile nel processo di comunicazione economica-finanziaria si rinvia a Pizzo M. "La posizione finanziaria netta nella dottrina e nella prassi contabile: brevi note", *online paper*, [www.unina2.it](http://www.unina2.it).

Finanziamenti a medio/lungo termine (euro/milioni)	Pool di istituti di credito	Intesa Sanpaolo	Mediobanca	Totale	di cui non utilizzati	di cui con contratto di copertura rischio tasso
<i>Term Loan</i>	180,0 (1)	50,0 (3)	50,0 (2)	<b>280,0</b>	-	140,0
<i>Revolving Facility</i>	90,0 (4)	150,0 (3)	50,0 (2)	<b>290,0</b>	280,0	-
<b>Totale finanziamenti</b>	<b>270,0</b>	<b>200,0</b>	<b>100,0</b>	<b>570,0</b>	<b>280,0</b>	<b>140,0</b>

(1) Rate di pari importo in scadenza a dicembre 2016 e a dicembre 2017; rimborso parziale anticipato a gennaio 2015 per 7,5 milioni di euro.

(2) Scadenza a dicembre 2017; rimborso parziale anticipato (*Term Loan*) a gennaio 2015 per 2,5 milioni di euro.

(3) Scadenza a dicembre 2016; rimborso parziale anticipato (*Term Loan*) a gennaio 2015 per 5,0 milioni di euro.

(4) Scadenza a dicembre 2018.

La posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2014 è in miglioramento di 71,4 milioni di euro, rispetto al 31 dicembre 2013.

Il *cash flow* ha avuto la seguente dinamica.

<i>Cash flow</i> (euro/milioni)	31.12.2014	31.12.2013
Posizione finanziaria netta iniziale	(363,2)	(267,6)
Ebitda ante fattori non ricorrenti	63,5	49,1
Gestione partecipazioni	(5,1)	(9,5)
Capitale circolante netto e fondi	0,1	(65,6)
Investimenti	(11,4)	(2,8)
<b><i>Cash flow operativo</i></b>	<b>47,2</b>	<b>(28,7)</b>
Oneri finanziari	(23,0)	(24,2)
Imposte	(5,4)	(11,2)
<b><i>Cash flow ordinario</i></b>	<b>18,8</b>	<b>(64,1)</b>
Rimborso crediti IVA	15,2	8,5
Oneri di ristrutturazione	(20,3)	(37,8)
Acquisizioni/cessioni	26,6	(2,2)
Collocamento azionario	31,1	-
<b><i>Cash flow non operativo</i></b>	<b>52,6</b>	<b>(31,5)</b>
<b><i>Cash flow totale</i></b>	<b>71,4</b>	<b>(95,6)</b>
<b>Posizione finanziaria netta finale</b>	<b>(291,8)</b>	<b>(363,2)</b>

La *performance* del *cash flow* operativo, che negli ultimi dodici mesi ha generato 47,2 milioni di euro, è il positivo risultato della gestione reddituale (63,5 milioni di euro), nonché della migliorata gestione del capitale circolante netto (inclusivo dei fondi) che, rispetto a un assorbimento di 65,6 milioni di euro nel 2013, rimane stabile quale risultato di una crescente focalizzazione sulla gestione degli *stock* e dei crediti.

Nell'esercizio 2014 si registra una ripresa degli investimenti: nell'Area *Educational* per i costi di creazione delle novità editoriali (5,5 milioni di euro), per la nuova sede di *Mondadori France*, pres-

so la quale sono stati eseguiti, tra gli altri, lavori di adeguamento dell'impiantistica (1,8 milioni di euro) e per *software* e *office automation* (2,7 milioni di euro).

Il *cash flow* ordinario, che include gli esborsi relativi a imposte e oneri finanziari, risulta positivo per 18,8 milioni di euro, in significativo miglioramento rispetto all'assorbimento di 64,1 milioni di euro nell'esercizio 2013.

Il *cash flow* non operativo è positivo per 52,6 milioni di euro, nonostante gli esborsi relativi agli oneri di ristrutturazione (20,3 milioni di euro), per effetto dell'aumento del capitale sociale (31,1 milioni di euro), dell'incasso parziale dei crediti IVA maturati negli esercizi precedenti (15,2 milioni di euro) e del saldo netto dell'attività di acquisizioni e cessioni di *asset*, in cui è registrato l'impatto del conferimento del ramo commerciale di *Mondadori Pubblicità* e l'incasso relativo alla cessione di una *location* del centro di Milano per 25 milioni di euro.

Tali elementi determinano una generazione di cassa per l'esercizio 2014 pari a 71,4 milioni di euro, rispetto a un assorbimento di cassa pari a 95,6 milioni di euro nell'esercizio precedente.

## RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2014 - TOD'S SPA

### La posizione finanziaria netta e la dinamica dei flussi di cassa

Al 31 dicembre 2014 la posizione finanziaria netta è attiva per 130 milioni di euro (181,1 milioni di euro 31 dicembre 2013). Le attività liquide (cassa e depositi bancari) ammontano a 165,9 milioni di euro (228,2 milioni di euro al 31 dicembre 2013); in forte riduzione le passività (35,9 milioni di euro a fine esercizio, contro i 47,1 milioni di euro di inizio anno), principalmente dovuta alla diminuzione degli scoperti di conto corrente.

euro/000	31.12.2014	31.12.2013	Variazione
<b>Posizione finanziaria netta</b>			
<b>Attività finanziarie correnti</b>			
Disponibilità liquide	165.949	228.178	(62.229)
<b>Liquidità</b>	<b>165.949</b>	<b>228.178</b>	<b>(62.229)</b>
<b>Passività finanziarie correnti</b>			
Scoperti di conto corrente	(10.988)	(21.077)	10.088
Quota corrente di indebitamento a m/l termine	(4.650)	(4.889)	239
<b>Indebitamento finanziario corrente</b>	<b>(15.638)</b>	<b>(25.966)</b>	<b>10.327</b>
<b>Posizione finanziaria netta a breve</b>	<b>150.311</b>	<b>202.212</b>	<b>(51.901)</b>
<b>Passività finanziarie non correnti</b>			
Indebitamento a m/l termine	(20.298)	(21.087)	789
<b>Indebitamento finanziario non corrente</b>	<b>(20.298)</b>	<b>(21.087)</b>	<b>789</b>
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>130.013</b>	<b>181.125</b>	<b>(51.112)</b>

Al lordo dei dividendi distribuiti (83 milioni di euro) la PFN al 31 dicembre 2014 sarebbe pari a 213 milioni di euro (+31,9 milioni di euro rispetto al dato di inizio anno).

**RELAZIONE FINANZIARIA ANNUALE 2014 - SALINI IMPREGILO SPA**

**Posizione finanziaria netta**

La posizione finanziaria netta della Società Capogruppo al 31 dicembre 2014 è negativa e pari a 542,6 milioni di euro, rispetto a quella di fine dell'esercizio precedente positiva e pari a 154,9 milioni di euro.

La tabella presentata di seguito evidenzia la composizione della posizione finanziaria netta di Salini Impregilo spa al 31 dicembre 2014, in confronto con la fine dell'esercizio precedente.

<b>(Valori in euro/000)</b>	<b>Note (*)</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013 (***)</b>	<b>Variazione</b>
Attività finanziarie non correnti	4	39.083	29.810	9.273
Attività finanziarie correnti	9	435.927	225.973	209.954
Disponibilità liquide	12	380.867	310.442	70.425
Totale disponibilità ed altre attività finanziarie		855.877	566.225	289.652
Finanziamenti bancari e altri finanziamenti	14	(405.086)	(98.839)	(306.247)
Prestiti obbligazionari	15	(394.326)	-	(394.326)
Debiti per locazioni finanziarie	16	(88.673)	(12)	(88.661)
Totale indebitamento a medio lungo termine		(888.085)	(98.851)	(789.234)
Scoperti bancari e quota corrente di finanziamenti	14	(529.102)	(357.925)	(171.177)
Quota corrente di prestiti obbligazionari	15	(10.203)	-	(10.203)
Quota corrente di debiti per locazioni finanziarie	16	(36.742)	(22)	(36.720)
Totale indebitamento a breve termine		(576.047)	(357.947)	(218.100)
Derivati attivi	9	-	1.016	(1.016)
Derivati passivi	17	(294)	-	(294)
PFA detenuta presso SPV e Società di Progetto non consolidate (**)		65.953	44.545	21.408
Totale altre attività (passività) finanziarie		65.659	45.561	20.098
Posizione finanziaria netta comprendente le attività non correnti destinate alla vendita		(542.596)	154.988	(697.584)

(\*) Le note rinviano ai paragrafi delle note esplicative al Bilancio dove le rispettive voci sono analizzate in dettaglio.

(\*\*) In tale voce viene inclusa la parte di credito/debito netto verso Consorzi e Società Consortili su cui nessuno esercita il controllo e funzionanti a ribaltamento costi, cui corrisponde la quota di competenza del Gruppo di disponibilità liquide o indebitamento finanziario in capo alle SPV. Negli schemi di bilancio i saldi sono ricompresi nella voce Crediti Commerciali.

(\*\*\*) I dati al 31.12.2013 sono stati riesposti a seguito dell'introduzione dei nuovi principi contabili IFRS 10 e 11.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

In un contesto economico e finanziario come quello nel quale viviamo, di estrema fragilità

nei risultati che le imprese riescono a realizzare, servono sempre di più segnalatori in grado di riassumere velocemente e puntualmente lo stato di salute dell'impresa stessa. Uno di questi, come si evince da quanto fino-

ra asserto, è la PFN che permette all'impresa di elaborare un indicatore che manifesti il "merito creditizio", normalmente calcolato dal sistema bancario. Si tratta di un modello alternativo di *performance* in quanto con altri indici permette di valutare:

- il **livello complessivo dell'indebitamento** dell'impresa;
- la solidità della struttura patrimoniale, quando viene raffrontato con mezzi propri, che prende il nome di "**rapporto di indebitamento finanziario**" (PFN/Mezzi propri);
- la capacità di restituzione del debito quando viene rapportato al fatturato, dove in questo caso viene definito "**tasso di assorbimento dell'indebitamento**" (PFN/Vendite).

È evidente, perciò, come il miglioramento della

PFN consenta all'impresa di avere a disposizione maggiori risorse da investire nella crescita. Ciò è ottenibile attraverso un sistematico monitoraggio ed una reciproca programmazione della pianificazione strategica a livello economico e finanziario, al fine di non compromettere l'equilibrio finanziario. Quest'ultimo a sua volta deve essere sintetizzato in un complesso di strumenti capaci di misurare la rischiosità del rapporto di indebitamento e la correlazione dello stesso con gli obiettivi economici previsti. Il risultato di una gestione attenta della *performance* economica e finanziaria ottenuta e ottenibile può essere definito "crescita autosostenuta", in cui i flussi di cassa derivanti dall'attività operativa risultano superiori a quelli necessari per sostenere gli investimenti<sup>35</sup>.

---

35 In questo modo l'impresa è in grado di ridurre il livello di indebitamento attingendo dal proprio *cash flow* le risorse necessarie per sostenere parte dei propri progetti di sviluppo (investimenti a breve e a lungo termine). Cfr. Righetti M. "La crescita autosostenuta di un'azienda", *Il Commercialista Veneto*, 12.4.2008.