

## **CORRELAZIONI TIPICHE TRA IMPIEGHI E FONTI DI RICCHEZZA: ALCUNE PROPOSIZIONI DI BASE**

di Bruno De Rosa<sup>1</sup>

Un margine non è null'altro che la differenza tra due o più valori. Vengono abitualmente calcolati, in Economia aziendale, diversi tipi di margini, che possono però essere sostanzialmente ricondotti in due grandi classi: quella costituita dai c.d. margini patrimoniali e quella rappresentata dai c.d. margini reddituali.

La categoria dei margini patrimoniali, come la denominazione lascia ben intendere, è costituita da quell'insieme di valori differenziali che si ottengono contrapponendo due o più valori ritratti dallo Stato Patrimoniale. In questa categoria rientra, a pieno titolo, uno dei valori differenziali più importanti di tutta l'economia aziendale: cos'è, infatti, il capitale netto se non la differenza tra due fondamentali classi di valori contenute nel conto deputato a rappresentare la situazione del patrimonio aziendale in un dato istante? Come accade per il capitale netto molti dei margini patrimoniali più usati sono ottenuti contrapponendo una parte, più o meno estesa, degli investimenti a uno o più finanziamenti. Esistono, però, come avremo modo di vedere, dei margini patrimoniali costruiti in maniera esattamente speculare ai precedenti ovvero contrapponendo finanziamenti ad investimenti. Tanto nel primo quanto nel secondo caso, le entità che sono prese in considerazione per la costruzione dei valori differenziali in oggetto sono, comunque, valori che hanno natura di rimanenza (stock)

I margini reddituali, invece, nascono dalla contrapposizione di valori che, diversamente dai precedenti, hanno la natura di flussi ovvero di variazioni intervenute in un determinato periodo di tempo. Gli stessi vengono, infatti, ottenuti per sottrazione da aggregati più o meno estesi di ricavi di una o più classi di costo.

---

<sup>1</sup> Il presente testo rappresenta una prima, approssimata, trattazione delle modalità più tradizionali di classificazione dell'attivo patrimoniale. E' stato pensato come semplice strumento di supporto allo

Come il lettore avrà già intuito lo stesso risultato economico d'esercizio può essere considerato un margine reddituale, sulla cui importanza appare del tutto superfluo spendere ulteriori parole. Quali differenze tra valori di flusso aventi segno tra loro contrapposto i margini reddituali assumono significato di flusso differenziale o variazione netta.

Per ora la nostra attenzione intende concentrarsi su un margine patrimoniale molto noto tanto ai teorici quanto ai pratici: l'**attivo disponibile netto** (ADN) o **capitale circolante netto** (CCN). Tale margine rappresenta indubbiamente uno degli indicatori fondamentali per la verifica dell'equilibrio finanziario di breve termine ed è in quest'ottica che intendiamo ora esaminarlo.

L'attivo disponibile netto può essere calcolato secondo due diverse modalità. La prima – sicuramente più diffusa – consiste nel sottrarre dal valore complessivo delle disponibilità (ovvero degli investimenti aziendali a breve termine) l'importo totale delle passività esigibili (ovvero dei finanziamenti che nel breve termine dovranno essere rimborsati).

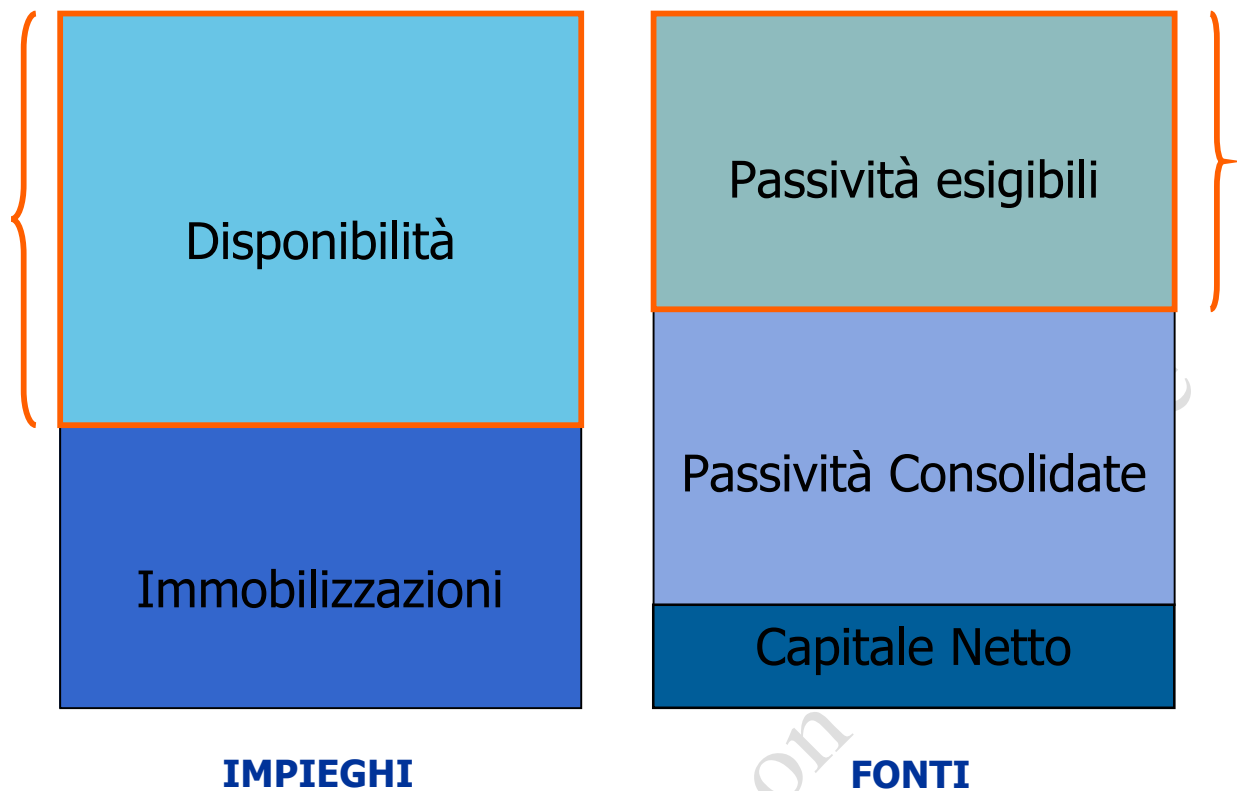
$$[C.1] \quad \text{ADN} = \text{DIS} - \text{PE}$$

Si sottraggono, pertanto, a degli investimenti dei finanziamenti. Graficamente questa modalità di calcolo può essere così rappresentata<sup>2</sup>:

---

studio per chi affronta il corso istituzionale di Economia aziendale. Alcune semplificazioni contenute nel testo vanno pertanto interpretate in un simile contesto.

<sup>2</sup> Per semplicità viene omessa, nella rappresentazione delle fonti patrimoniali qui fornita, l'indicazione della classe delle passività non monetarie. Come detto l'obiettivo perseguito è quello di analizzare un indicatore di equilibrio *finanziario*. Si devono, conseguentemente, prendere in considerazione le sole passività potenzialmente connesse a *deflussi monetari*. Rimangono, pertanto, al di fuori del campo di analisi le passività in natura (costituite, com'è noto, dai debiti di beni e di servizi) tanto a breve quanto a medio e lungo termine. I debiti verso clienti per anticipi e risconti passivi non sono pertanto – secondo l'impostazione qui seguita – collocabili né tra le passività esigibili né tra quelle consolidate, ma devono affluire in una ulteriore classe costituita dalle passività non monetarie



La seconda modalità di calcolo è del tutto speculare alla prima e consiste nel detrarre dalla somma del capitale netto e delle passività esigibili (che assume il nome di **capitale permanente**) l'importo delle immobilizzazioni. La specularità del calcolo è evidente: in questo caso, infatti, l'operazione procede dai finanziamenti a medio-lungo termine cui vengono sottratti gli investimenti aventi analogo orizzonte temporale.

$$[C.2] \quad \text{ADN} = (\text{PC} + \text{CN}) - \text{IMM}$$

L'equivalenza tra le due metodiche di calcolo dell'indice è di immediata dimostrazione.

Dalla relazione:

$$[C.3] \quad \text{A} = \text{DIS} + \text{IMM}$$

si ottiene banalmente la

$$[C.4] \quad \text{DIS} = \text{A} - \text{IMM}.$$

Sostituendo la

$$[C.5] \quad \text{P} = \text{PE} + \text{PC}$$

nella

$$[C.6] \quad A = P + N$$

si ottiene la

$$[C.7] \quad A = (PE + PC) + CN$$

che – dopo semplicissimi passaggi matematici – può essere tramutata nella

$$[C.8] \quad PE = A - (PC + CN).$$

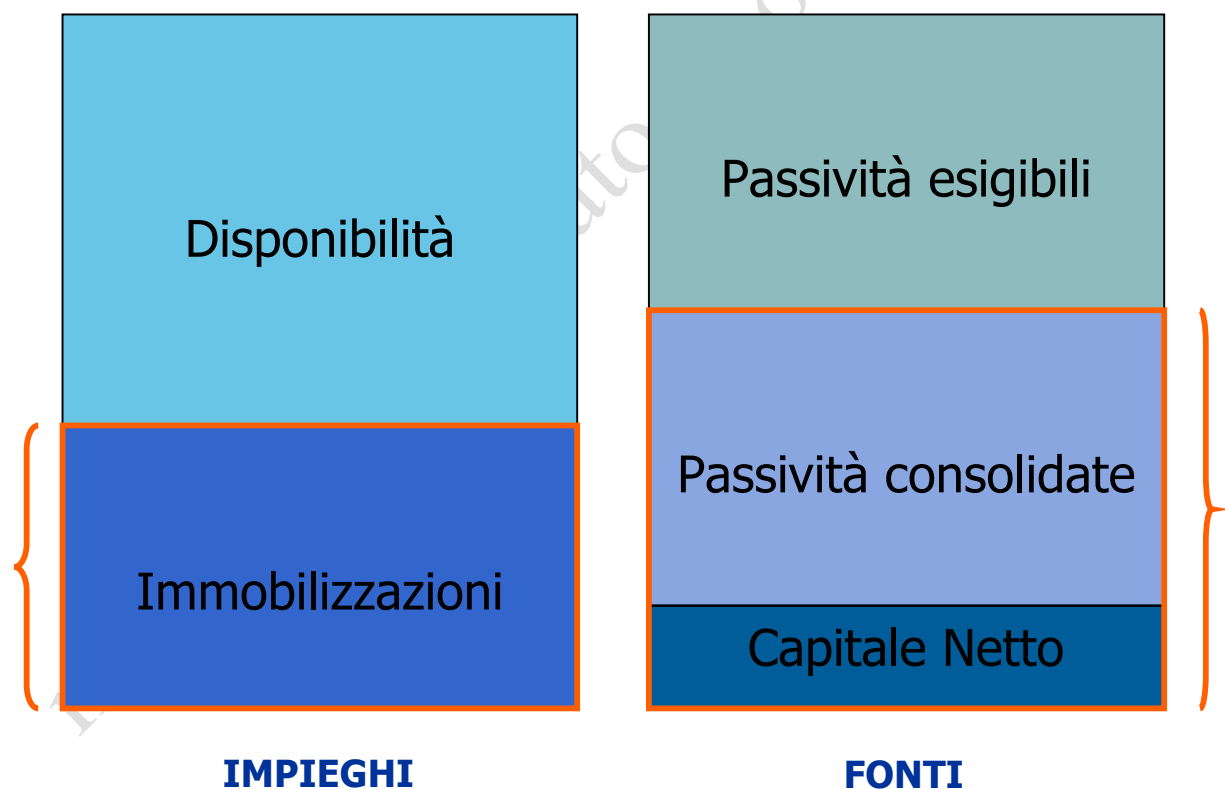
Sostituendo la [C.4] e la [C.8] nella [C.1] si ottiene la

$$[C.9] \quad ADN = [A - IMM] - [A - (PC + CN)]$$

che – dopo le opportune semplificazioni – può essere riscritta nella forma:

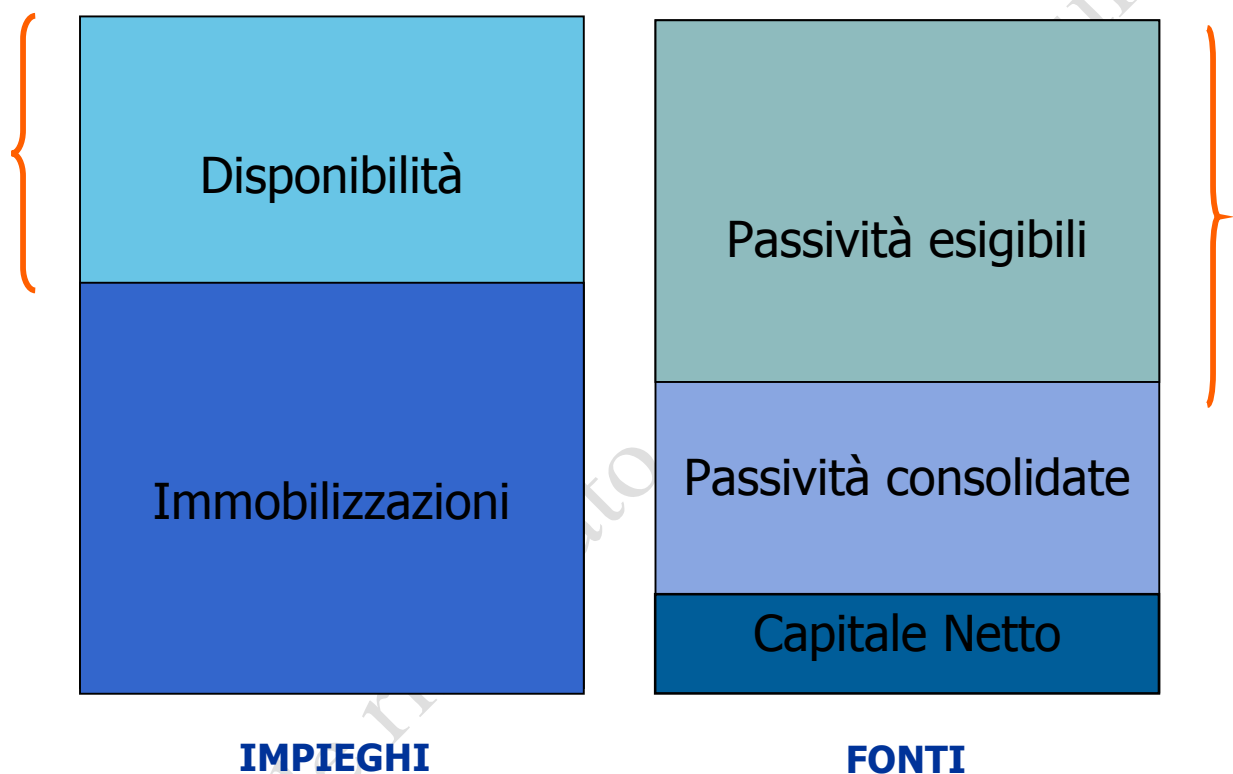
$$[C.10] \quad ADN = (PC + CN) - IMM.$$

Molto efficace appare, in proposito, anche la dimostrazione grafica dell'equivalenza.



Come si vede, calcolando il margine in questione secondo la prima o la seconda metodologia si ottiene comunque il medesimo risultato.

Il lettore avrà certamente intuito, a questo punto, che l'attivo disponibile netto può assumere valori tanto positivi (era questa la situazione rappresentata graficamente nelle due figure sin qui fornite) quanto negativi. In quest'ultimo caso, evidentemente, le passività esigibili risultano per importo complessivo maggiori delle attività disponibili e dunque finanziano un'aliquota degli investimenti aziendali a medio e lungo termine.



Una situazione di questo tipo comporta quella che viene definita dai teorici una cattiva correlazione tra investimenti e finanziamenti ed è fonte di possibili problemi finanziari ed economici. Cerchiamo di capire il perchè di un'affermazione tanto perentoria. L'esistenza di un margine attivo disponibile netto che assume segno negativo implica necessariamente – come già si è detto – che un'aliquota delle attività immobilizzate pari, in valore assoluto, all'importo assunto dal margine in questione risulti finanziata da debiti aventi scadenza a breve termine, ovvero entro l'anno. Ma, come si è visto in precedenza, le immobilizzazioni rappresentano una classe di

elementi patrimoniali attivi complementare rispetto a quella costituita dalle disponibilità: le attività in tale classe contenute non risultano, pertanto, caratterizzate dalla capacità potenziale di trasformarsi in moneta nel breve tempo convenientemente. In altre parole: le immobilizzazioni rappresentano l'aliquota della ricchezza aziendale che è necessariamente destinata a rimanere investita oltre il breve termine. Il finanziamento di queste attività operato per il tramite di debiti a breve termine è, invece, solo provvisorio. Come tale, andrebbe, costantemente rinnovato almeno per un orizzonte temporale pari a quello che contraddistingue l'investimento immobilizzato.

Sulla base di queste semplici considerazioni non è difficile intuire quali sono i rischi in cui potrebbe potenzialmente incorrere l'impresa che abbia strutturato le proprie fonti di finanziamento in guisa tale da produrre un valore negativo nel margine in esame:

- Un primo, grave, rischio consiste nella possibilità che il finanziamento a breve termine non venga rinnovato alla scadenza. In questo caso l'impresa ha, di fatto, due possibilità davanti a sé: o rifinanziarsi cioè trovare nuova ricchezza (a titolo di capitale proprio o di terzi) in grado di controbilanciare l'investimento in attività durevoli o disinvestire ovvero cedere la o le attività immobilizzate in questione. Esaminiamo le due possibilità, una alla volta. Il rifinanziamento potrebbe avvenire, innanzi tutto, a carico del capitale proprio, tanto per il tramite di un nuovo apporto quanto grazie all'autofinanziamento. In entrambi i casi si assiste ad una espansione del capitale permanente che tende a riportare l'attivo disponibile netto verso valori positivi: il problema può, pertanto, considerarsi risolto. Non sempre, per altro, la compagine sociale attuale risulta in possesso o appare interessata ad apportare nuove risorse, così come potrebbe non essere disposta ad accettare l'ingresso di nuovi soci. Non sempre, inoltre, l'azienda è in grado di produrre un risultato reddituale tale da consentire l'effettuazione di una politica di autofinanziamento sufficiente a

coprire l'esigenze createsi per effetto del mancato rinnovo di finanziamenti a breve termine. L'impresa potrebbe allora rifinanziare la posizione scoperta ricorrendo al mercato del credito e può farlo tanto contraendo un nuovo debito a medio-lungo termine quanto indebitandosi a breve. Nel primo caso si assiste ad un'espansione del capitale permanente del tutto analoga – nel suo effetto concreto – a quella testé esaminata con riferimento al rifinanziamento effettuato con capitale di rischio. Anche in questo caso il possibile problema posto dalla cattiva correlazione tra fonti ed impieghi di ricchezza viene risolto. Se, invece, il rifinanziamento avviene con contrazione di una nuova passività consolidata il problema viene semplicemente traslato in avanti nel tempo senza essere risolto a meno che, nel frattempo, la o le attività immobilizzate che risultavano finanziate a breve termine non mutino la loro natura in disponibilità (si pensi, ad esempio ad un credito a 18 mesi). Se, però, nessuna delle soluzioni sin qui indicate risulta praticabile l'impresa sarà costretta a disinvestire l'attivo immobilizzato per un importo pari a quello del finanziamento giunto a scadenza e non rinnovato. La trasformazione in moneta dell'investimento durevole in tal modo operata non potrà – per definizione – che avvenire in modo non conveniente per l'impresa: vuoi perchè effettuata a prezzi significativamente al di sotto di quelli di mercato vuoi perchè comporta il venir meno di un flusso di ricavi futuri importanti per l'equilibrio finanziario a medio e lungo termine. In tal modo un problema di tipo finanziario (inadeguata copertura finanziaria di un investimento durevole) si tramuta in problema economico.

- Un secondo rischio è rappresentato dalla possibilità che il finanziamento a breve termine venga sì rinnovato (o, il che è lo stesso, che si verifichi una sua sostituzione con un nuovo debito) ma a tassi d'interesse crescenti. Se, infatti, il finanziatore esterno percepisce una difficoltà dell'impresa nella gestione delle entrate ed uscite monetarie (e quello in esame rappresenta indubbiamente un

caso paradigmatico di difficoltà di tal genere) sarà indotto ad richiedere un incremento nella remunerazione del servizio da lui fornito, del tutto giustificata dall'incremento del rischio cui il finanziamento risulta sottoposto. Il rinnovo (o il rifinanziamento) provocherà conseguentemente un incremento negli oneri finanziari che l'impresa è tenuta a corrispondere con conseguente effetto negativo sull'equilibrio patrimoniale. Anche in questo caso, pertanto, si assiste alla trasmissione di un problema finanziario sulla sfera economica.

La descrizione particolareggiata dei diversi possibili esiti legati alla scadenza di un finanziamento a breve termine utilizzato a copertura di un investimento durevole sin qui effettuata vuole chiarire al lettore un aspetto che riteniamo particolarmente importante. Il riscontro di un margine attivo disponibile netto negativo, anche per importi significativi, non implica che l'impresa relativamente alla quale tale margine è stato calcolato sia destinata sicuramente a sperimentare delle tensioni finanziarie. Come si è visto, esiste più di una soluzione positiva che può essere fornita ai problemi creatisi in seguito ad una cattiva correlazione tra investimenti e finanziamenti. La presenza di un attivo disponibile netto che assume valori inferiori allo zero è, pertanto, solo un indice di un rischio finanziario, rischio che, come tutti gli eventi futuri e incerti, non necessariamente è destinato a produrre i suoi effetti in futuro. Chi, però, si sottopone volontariamente a quest'alea, creandone di fatto i presupposti attraverso un'articolazione approssimativa data alle fonti e agli impieghi di ricchezza, deve essere pronto a pagarne le conseguenze; se non altro in termini di maggiore remunerazione che dovrà necessariamente essere corrisposta ai soggetti che – volenti o meno – saranno costretti a sopportare quel rischio aggiuntivo. Attraverso il banale procedimento di computo del margine in questione, infatti, i finanziatori (attuali o potenziali) più avveduti acquistano coscienza dell'esistenza (o meno) del rischio finanziario connesso ad un'inesatta correlazione tra investimenti e finanziamenti il che non può che trasferirsi, successivamente, in una revisione dei



parametri che guidano il processo di determinazione della remunerazione complessiva del finanziamento ottenuto dall'impresa.

Prima di passare ad altro argomento ci sia consentito svolgere qualche ulteriore riflessione in tema di adeguata correlazione tra fonti ed impieghi di ricchezza. Da quanto esposto in precedenza si evince chiaramente come sia principio di sana e corretta gestione aziendale quello che impone al management di articolare i finanziamenti aziendali in guisa tale da assicurare un'adeguata copertura delle esigenze di finanziamento che promanano dalla particolare struttura dell'attivo caratterizzante l'azienda. Processi produttivi diversi richiedono, infatti, l'utilizzo di fattori produttivi (materiali ed immateriali) differenti, il che comporta inevitabilmente il determinarsi, in settori diversi di attività, di specifiche strutturazioni, per dimensione e articolazione interna delle componenti elementari, dell'attivo patrimoniale. A ciò non possono non corrispondere – se si vuol davvero rispettare il principio della correlazione precedentemente esposto – strutture dei finanziamenti diversificate da settore a settore e, riteniamo, da azienda ad azienda. Non ci sembrano, pertanto, del tutto convincenti quelle teorie elaborate nell'ambito della finanza aziendale che postulano l'esistenza di una struttura dei finanziamenti ottimale per tutte le imprese. Con ciò non si vuole, naturalmente, negare il loro indubbio interesse euristico o sottostimare in alcun modo le nuove interessanti prospettive d'indagine rese disponibili da tali raffinate elaborazioni teoriche; si desidera, molto più semplicemente, rimarcare le inevitabili semplificazioni che tali teorie accolgono, prima fra tutte quella che comporta la contrapposizione tra capitale proprio a capitale di terzi senza distinguere, all'interno di quest'ultima categoria, il finanziamento ottenuto a breve rispetto a quello ottenuto a medio-lungo termine. Riteniamo importante, insomma, sottolineare – con forza – l'importanza del condizionamento posto dalla struttura degli investimenti aziendali sulla corretta articolazione dei finanziamenti destinati a coprire le esigenze di ricchezza dagli stessi

generate. Non ci sembra, invero, che tale vincolo abbia ricevuto adeguata considerazione all'interno dei modelli teorici cui si fa riferimento.

Sempre in tema di correlazione tra impieghi e fonti di ricchezza appare a questo punto opportuno effettuare una importante precisazione: la correlazione in parola deve intendersi correttamente realizzata se istituita a livello delle macroclassi sin qui esaminate (disponibilità passività esigibili; immobilizzazioni, passività consolidate, capitale netto), non di singoli investimenti e/o finanziamenti. La gestione (tanto finanziaria quanto economica) d'impresa è, infatti, per sua natura fenomeno squisitamente unitario per cui al complesso degli investimenti in essere non può che contrapporsi il complesso dei finanziamenti ottenuti. Le relazioni precedentemente identificate tra investimenti e finanziamenti a breve, da un lato, e investimenti e finanziamenti a medio-lungo termine, dall'altro, hanno pertanto senso compiuto soltanto se verificate in relazione a gruppi sufficientemente estesi di investimenti e di finanziamenti (quali quelli sin qui considerati) mentre perdono ogni significato concreto se concepite in guisa tale da istituire rapporti diretti ed immediati tra singoli investimenti e singoli finanziamenti che, di fatto, non esistono.

Qualche esempio contribuirà a rendere più chiaro il concetto appena esposto. Si pensi ad un'azienda caratterizzata da una struttura complessiva degli investimenti e dei finanziamenti tale da garantire la formazione di un margine attivo disponibile netto di € 100.000. Essa potrebbe tranquillamente dotarsi di un nuovo impianto del valore di € 80.000 finanziando il suo acquisto con la contrazione di un debito a breve per lo stesso importo. L'effetto complessivo dell'operazione in parola, infatti, sarebbe quello di produrre un ridimensionamento dell'attivo disponibile netto portandolo a € 20.000, valore che comunque risulta positivo e dunque sufficiente a garantire la condizione da noi precedentemente individuata. Certo, in una situazione del genere il margine di sicurezza di cui l'azienda risultava dotata si sarebbe indubbiamente ridotto, ma non per questo potremmo affermare di essere in presenza di un caso di cattiva correlazione tra fonti ed impieghi di ricchezza.

Si noti che anche un'azienda contraddistinta da un margine attivo disponibile netto esattamente nullo (e dunque in una condizione limite rispetto alla verifica della correlazione tra investimenti e finanziamenti) potrebbe del tutto legittimamente operare l'acquisto di cui sopra finanziandolo con la stessa identica modalità. Essa dovrebbe, però, successivamente operare un investimento in disponibilità (si pensi all'acquisto di merci destinate al magazzino o l'effettuazione di un prestito attivo a breve) per lo stesso importo (€ 80.000) finanziandolo con la contrazione di un debito a medio-lungo termine. L'effetto combinato delle due operazioni sarebbe, infatti, assolutamente nullo rispetto a variazioni nell'ammontare dell'attivo disponibile netto.

Si pensi, ancora, al cosiddetto prefinanziamento in conto corrente che gli istituti di credito normalmente concedono alle imprese in attesa che l'iter burocratico necessario per la concessione di un mutuo a medio-lungo termine venga ultimato.

Come si vede ciò che conta in ultima analisi non è la relazione che si viene incidentalmente a creare tra singolo investimento e singolo finanziamento nel momento in cui gli stessi vengono rilevati in contabilità, ma la situazione complessiva che le singole operazioni di investimento/finanziamento vengono producono a livello di sistema nell'articolazione delle macroclassi di attività, passività e capitale netto che risultano rilevanti ai fini dell'indagine sull'equilibrio finanziario d'azienda.

Qualche ulteriore considerazione può essere svolta con riferimento ad una modalità di calcolo del margine attivo disponibile netto – diversa dalle due esposte in precedenza e sintetizzate nelle equazioni [C.1] e [C.2] – che ci è capitato a volte di riscontrare nella pratica. La formulazione alternativa del procedimento di computo del margine in questione cui facciamo riferimento comporta una riscrittura delle equazioni testé richiamate nei seguenti termini:

$$[C.11] \text{ ADN} = (\text{DIS} + \text{AMM}) - \text{PE}$$

$$[C.12] \text{ ADN} = (\text{PC} + \text{CN}) - (\text{IMM} - \text{AMM})$$

dove il termine AMM individua il costo sostenuto dall'impresa per ammortamenti.

Come si vede le equazioni precedentemente fornite vengono modificate aggiungendo, nella prima equazione, alle disponibilità un valore pari al costo di utilizzazione sostenuto relativamente ai capitali fissi o detraendo tale valore, nella seconda equazione presentata, alle immobilizzazioni. Il presupposto è, naturalmente, identico nei due casi. Le immobilizzazioni, si afferma, costituiscono in realtà un investimento durevole solo per la parte che non si trasformerà, nell'esercizio successivo, in attività disponibili grazie al processo di trasformazione del capitale fisso in circolante: così come accade per la quota in scadenza delle passività consolidate – che, lo ricordiamo, devono essere sottratte dalle passività a medio-lungo termine e sommate ai debiti a breve – la quota dei capitali a fecondità ripetuta che è destinata a trasformarsi in disponibilità (pari – per ipotesi - all'ammortamento) deve essere, pertanto, sottratta alle immobilizzazioni e aggiunta alle disponibilità. Il processo di trasformazione del capitale fisso in capitale circolante è fenomeno troppo importante per non meritare una dettagliata analisi specifica: alla trattazione di questo delicato argomento sarà, pertanto, dedicato un apposito successivo testo. Ci siano consentite, in questa sede, solo alcune considerazioni elementari:

- ❑ Non è, innanzitutto, assolutamente detto che il processo di trasformazione in questione sia necessariamente destinato a realizzarsi compiutamente. Come vedremo meglio in seguito affinché la trasformazione del capitale fisso in circolante possa compiersi in modo completo devono, infatti, risultare soddisfatte più di una ipotesi;
- ❑ Inoltre, anche ammettendo che la trasformazione possa avvenire regolarmente, essa risulterà funzionalmente legata all'ammortamento che sarà sostenuto nel successivo periodo amministrativo, non a quello di competenza dell'esercizio attuale. Utilizzare nel computo del margine quest'ultimo valore implica – si sia o meno coscienti di ciò - l'adozione di

un'ipotesi di stazionarietà dell'impresa considerata che non sempre può dirsi verificata alla luce delle condizioni concrete relative all'azienda esaminata.

Sono queste le ragioni che c'inducono a ritenere preferibile a questa la modalità di calcolo del margine da noi precedentemente illustrata, pur riconoscendo l'interesse che il ragionamento sottostante alla modalità appena esaminata può indubbiamente esercitare.

*materiale riservato - non distribuire*