



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

**Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti**
RICERCA

DOCUMENTO DI RICERCA

LA GESTIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE COME LEVA STRATEGICA NELLE DINAMICHE FINANZIARIE DELL'IMPRESA

Autori

Antonio Repaci

Roberto De Luca

Nicola Lucido

AREA DI DELEGA CNDCEC

Finanza Aziendale

CONSIGLIERE DELEGATO

Antonio Repaci

16 DICEMBRE 2024

Sommario

PRESENTAZIONE	2
PREMESSA	3
1. L'ANALISI REDDITUALE ALLA BASE DEL PROCESSO FINANZIARIO DELL'IMPRESA	4
1.1. La capacità reddituale dell'impresa dal punto di vista qualitativo	4
1.2. La capacità reddituale dal punto di vista quantitativo	6
2. DAL CICLO ECONOMICO AL CICLO FINANZIARIO DELL'IMPRESA	10
3. L'ANALISI FINANZIARIA E LE CONFIGURAZIONI DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	13
3.1. Il capitale circolante netto commerciale	13
3.2. Il capitale circolante netto operativo	14
3.3. Il capitale circolante netto finanziario	16
4. LA GESTIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE	17
4.1. La gestione del capitale circolante netto commerciale: i crediti commerciali	18
4.1.1 I costi per la gestione e l'amministrazione del credito	19
4.1.2 I costi del capitale investito nel credito commerciale	19
4.1.3 I costi relativi agli insoluti	22
4.1.4 I costi relativi alla mancata vendita	22
4.1.5 Le politiche di credito: i costi del credito e la categoria dei clienti "rischiosi"	22
4.2. La gestione del capitale circolante netto commerciale: i debiti commerciali	23
4.3. La gestione del capitale circolante operativo: le scorte	26
4.4. La gestione del capitale circolante operativo: gli altri crediti e debiti di natura operativa	28
4.4.1 I debiti verso i dipendenti	28
4.4.2 I crediti e i debiti di natura tributaria	29
4.5. La gestione del capitale circolante netto finanziario: il fabbisogno finanziario di breve periodo	29
5. CONCLUSIONI	31



Presentazione

Con l'introduzione del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, di cui al d.lgs. 14/2019 e successive modifiche, per le imprese è diventata ancor più evidente la necessità di monitorare i flussi finanziari generati dall'attività aziendale.

In questo contesto si inserisce il presente documento, con cui ci si è voluti soffermare sulle dinamiche finanziarie delle imprese, in particolare di breve termine, focalizzando l'attenzione sui temi della solvibilità e della gestione del capitale circolante netto (CCN).

Il Capitale circolante netto, infatti, per una realtà aziendale, può rappresentare un "impiego" che molto spesso assorbe risorse finanziarie in maniera significativa, a causa di un aumento dei crediti e delle scorte di magazzino e/o delle estinzioni dei debiti a breve. Se ben gestito, invece, la variabile CCN può costituire una leva che favorisce l'interazione tra la gestione economica e quella finanziaria, vale a dire tra il circuito operativo relativo all'acquisto, trasformazione e vendita e quello monetario indispensabile per fronteggiare gli impegni finanziari.

Questo è il motivo per cui occorre avviare, sia a livello direzionale che a livello amministrativo, una serie di indagini per poter meglio controllare e analizzare il capitale circolante netto e le sue dinamiche, al fine di intercettare qualunque segnale che possa influire sulla solvibilità dell'impresa, scongiurando qualsiasi forma di insolvenza irreversibile.

Dopo una breve disamina sulla portata informativa relativa ai risultati intermedi reddituali quale fonte per la produzione dei flussi finanziari, il documento si sofferma sulle principali voci del capitale circolante netto delineando tre differenti configurazioni: commerciale, operativo e finanziario.



Premessa

La gestione del circolante rappresenta attualmente un rilevante “fattore critico di successo” per l'impresa e per la sua capacità di creare valore nel tempo. Da essa dipendono decisioni strategiche e operative che ne garantiscono l'equilibrio finanziario e patrimoniale in un'ottica di solvibilità di breve periodo e di solidità nel medio e lungo termine. Ad ogni modo, analizzare le sole dinamiche finanziarie non è sempre sufficiente se non ci sofferma anche sugli eventi reddituali che le generano. Con l'aspetto economico si definisce, infatti, l'attitudine dell'impresa a conseguire un flusso di ricavi, da cui derivano le entrate monetarie, tali da assicurare la copertura delle uscite monetarie, in un'ottica di creazione di valore per tutti i portatori di interesse, siano essi interni o esterni.

L'equilibrio finanziario, come risaputo, è dato dalla giusta correlazione quali-quantitativa tra investimenti (o impieghi) e finanziamenti (o fonti). Questo è il motivo per cui i fabbisogni finanziari di breve periodo dovrebbero trovare copertura nelle fonti di finanziamento a breve scadenza, così come gli impieghi di medio-lungo periodo dovrebbero essere supportati principalmente da fonti a medio-lungo termine, in base al criterio che la dottrina internazionale definisce come *maturity matching principle*¹. L'equilibrio finanziario può, inoltre, essere analizzato in base a una triplice prospettiva, vale a dire:

- una prospettiva finanziaria in senso lato, con cui ci si sofferma sulla dinamica dei crediti e debiti di finanziamento e di funzionamento (o commerciali), oltre al denaro in cassa;
- una prospettiva numeraria, il cui ambito di indagine è rappresentato dai soli crediti e debiti di funzionamento, nonché dalla liquidità;
- una prospettiva monetaria, qualora il focus d'indagine sia rappresentato dall'equilibrio monetario, ovvero dalla realizzazione di surplus di entrate rispetto alle uscite di denaro.

Da quanto appena esposto, risulta palese come l'equilibrio finanziario in senso lato comprenda l'equilibrio monetario, che ne è parte integrante, con la differenza che, mentre il primo si sofferma su grandezze “macro”, quali le fonti e gli impieghi sia di natura operativa che finanziaria, con l'equilibrio monetario ci si sofferma sulle sole entrate e uscite di cassa.

Partendo da queste brevi considerazioni, il presente documento si pone come obiettivo quello di offrire alcuni spunti di riflessione sulla gestione del circolante e quindi sull'equilibrio finanziario di breve periodo, a partire da una serie di considerazioni sulla dinamica reddituale dell'impresa secondo la prospettiva del *going concern*.

¹ Cfr. BREALEY R. A., MYERS S. C., ALLEN F., *Principles of corporate finance*, McGraw-hill, 2014; GEELLEN, T., HAJDA J., MORELLEC E., WINEGAR A., “Asset life, leverage, and debt maturity matching”, *Journal of Financial Economics*, 2024, Vol. 154, 103796.



1. L'analisi reddituale alla base del processo finanziario dell'impresa

Per una corretta analisi della gestione finanziaria, si ritiene opportuno partire dalla dinamica economica dell'impresa. Capita sovente, infatti che, al presentarsi di una condizione di squilibrio finanziario, che potrebbe sfociare in uno stato di insolvenza patologica, l'impresa si focalizzi prevalentemente su quest'ultimo aspetto, vale a dire su ciò che potrebbe rappresentare la "conseguenza" del problema, trascurando la reale "causa," da ricercare in molti casi nelle dinamiche economiche².

Infatti, comprendere innanzitutto il potenziale reddituale che l'impresa, secondo una valenza "quali-quantitativa" è in grado di esprimere, può rappresentare il primo step per valutare in che modo il business alimenta il circuito finanziario, e nello specifico, quello relativo al capitale circolante netto. Allo stesso modo, è importante comprendere che, molto spesso, le strategie che influenzano le scelte reddituali-operative risentono delle politiche finanziarie stabilite per la gestione del CCN. A titolo esemplificativo, la scelta di sviluppare politiche di marketing per incrementare le vendite, potrebbe dimostrarsi una strategia non vincente qualora il circuito monetario non si chiudesse con l'incasso nei tempi previsti, come meglio specificato di seguito.

1.1. La capacità reddituale dell'impresa dal punto di vista qualitativo

In relazione all'aspetto qualitativo, la capacità reddituale dell'impresa può essere analizzata seguendo due differenti approcci, di tipo "strategico" o "operativo".

Con il primo ci si sofferma principalmente, ad esempio, sui seguenti aspetti³:

- il posizionamento dell'impresa, per valutare la quota di mercato e/o del segmento in cui opera, rilevando eventuali minacce e opportunità;
- i punti di forza e di debolezza dell'impresa, per comprendere quali possano essere gli eventuali ostacoli alla crescita reddituale della stessa;
- le dinamiche concorrenziali, al fine di studiare le performance della realtà aziendale rispetto ai suoi principali *competitors*;

² Una corretta definizione di insolvenza può essere rinvenuta all'interno del Codice della Crisi (d.lgs. 14/2019), all'art. 2, comma 1, lett. b), secondo il quale essa rappresenta "lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni". Attesa tale definizione, lo stato di crisi è identificato come "lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi" (art. 2, comma 1, lett. a). Il Codice non fornisce nozioni di squilibrio, pur prevedendone la ricorrenza in alcuni casi (cfr. art. 12, comma 1).

³ Per quanto riguarda l'analisi di tipo strategico, si veda, *ex multis* Porter, M.E., "How Competitive Forces Shape Strategy", *Harvard Business Review*, March-April, 1979; PORTER M.E., "The Five Competitive Forces That Shape Strategy", *Harvard Business Review*, January 2008; DRUCKER P.F. *Management: tasks, responsibilities, practices*, Butterworth-Heinemann, 1974; DRUCKER P.F., "The theory of the business", *Harvard Business Review*, September-October, 1994; Donna, G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, 1999; SCIARELLI S., *Gestione dell'impresa tra teoria e pratica aziendale*, CEDAM, 2020.



- la composizione del portafoglio prodotti e/o servizi, per stabilire il suo grado di assortimento, l'ampiezza del *product range* e quindi se trattasi, ad esempio, di azienda monoprodotto o multiprodotto, se con una o più linee di produzione;
- il ciclo di vita del portafoglio prodotti, per comprendere quali siano quelli che necessitano di apporti di liquidità per il loro sviluppo e quali alimentano invece il processo finanziario dell'impresa, essendo prodotti maturi⁴. Ad esempio, un prodotto e/o servizio in fase di lancio richiede solitamente maggiori esborsi finanziari rispetto a un potenziale reddituale non ancora pienamente espresso. Differente è il discorso relativo a un prodotto che, trovandosi nella fase di maturità, dovrebbe garantire una più soddisfacente redditività, quale premessa per alimentare il ciclo finanziario dell'impresa. Allo stesso modo, parlando di prodotti in fase di declino, trattandosi di beni che potrebbero necessitare di un processo di rivitalizzazione, occorre comprendere se sia opportuno il "rilancio" (che implica investimenti e uscite finanziarie), piuttosto che l'eliminazione dei suddetti prodotti dalla gamma dei beni venduti⁵.

L'analisi qualitativa di tipo "operativo", d'altro canto, potrebbe indagare:

- lo studio sulla redditività o marginalità del portafoglio prodotti, per comprendere quali siano i beni la cui vendita possa garantire la copertura dei costi diretti (variabili e costi fissi specifici), per poi liberare risorse per la copertura anche dei costi fissi di struttura;
- il grado di produttività dei fattori produttivi, includendo sia quelli a lento ciclo di utilizzo (immobilizzazioni) che a breve ciclo di utilizzo (ad es. rimanenze), per verificarne l'efficienza e il corretto grado di impiego;
- il grado di obsolescenza delle immobilizzazioni, per programmare l'eventuale rinnovo e il potenziale impegno di risorse finanziarie ad esso correlato;
- lo studio sulla capacità produttiva, al fine di analizzare, ad esempio, il sovra o sottodimensionamento della struttura organizzativa/produttiva dell'impresa.

Oltre all'analisi di tipo strategico e operativo, sarebbe opportuno soffermarsi anche sulle dinamiche che regolano i rapporti con i principali attori (*stakeholders*) che, più di altri, influenzano l'aspetto economico dell'impresa, ovvero: fornitori, clienti, concorrenti, istituti finanziari e fisco.

In merito al rapporto impresa-fornitore, risulta ovvio richiamare la funzione degli approvvigionamenti, vale a dire il complesso di attività relative alla fase di acquisizione dei fattori produttivi. Si tratta, in un'ottica reddituale, di una funzione strategica, in quanto a essa è correlata la valutazione del fornitore in relazione, per esempio, al costo delle materie prime, ai tempi di consegna dei beni, alla sostituibilità dello stesso in funzione degli input acquistati, alla dilazione dei pagamenti mediamente accordata, e così via.

⁴ Ai fini dell'analisi in questione, la prassi ha elaborato diversi modelli. Si pensi, a titolo d'esempio, alla matrice General Electric o a quella elaborata dal Boston Consulting Group. Sul punto, si veda anche KADER M.A., HOSSAIN H. (2020), "An Analysis on BCG Growth Sharing Matrix", *International Journal of Contemporary Research and Review*, Vol. 11, No. 10.

⁵ Cfr. DICKINSON V. (2011), "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle", *The Accounting Review*, Vol. 86, 1969-1994.



Con riferimento al rapporto impresa-cliente, fermo restando lo studio sul posizionamento competitivo che parte dall'analisi dei bisogni espressi e latenti dell'acquirente, sarebbe opportuno, per esempio, verificare il grado di concentrazione del fatturato rispetto al numero di clienti, il settore in cui opera, la presenza di canali di intermediazione, e così via.

Il rapporto impresa-concorrenti va valutato con riferimento, ad esempio, all'ipotesi di prodotti sostitutivi immessi sul mercato dai *competitors*, oppure alla tecnologia utilizzata dal concorrente, alle barriere all'ingresso sul mercato in cui si opera, e così via⁶.

Per quanto riguarda le relazioni impresa-istituti finanziari, l'attenzione che negli ultimi anni il sistema creditizio sta riservando alle dinamiche reddituali e al loro impatto sulla gestione del circolante è sicuramente dettata da un atteggiamento prudentiale, che mira a focalizzare l'attenzione, in fase di valutazione del rating del cliente, sulle performance reddituali e finanziarie in un'ottica prospettica (*forward looking*)⁷, piuttosto che limitarsi alla valutazione delle sole garanzie fornite o ai risultati raggiunti in passato.

Da ultimo, non va trascurato il rapporto impresa-fisco, considerando principalmente l'influenza esercitata dalla normativa fiscale sulle scelte gestionali dell'impresa. Si pensi, a titolo esemplificativo, al prelievo fiscale piuttosto che alle opportunità che si possono registrare attraverso interventi *ad hoc* da parte del Governo⁸.

1.2. La capacità reddituale dal punto di vista quantitativo

Fatte queste prime considerazioni di natura qualitativa sugli aspetti reddituali, lo step successivo è rappresentato dall'analisi di tipo quantitativo, che si focalizza dapprima sulle grandezze intermedie del valore della produzione e del valore aggiunto, per poi giungere al MOL (Margine Operativo Lordo) e al reddito operativo.

Da ultimo, si determina il reddito di esercizio, dato dalla somma algebrica tra il reddito operativo e i risultati delle gestioni extra-caratteristiche (finanziaria, patrimoniale e straordinaria).

Le principali grandezze da analizzare possono essere definite come segue⁹:

⁶ Cfr. PORTER, M. *op. cit.*, 2008.

⁷ Si veda, a tale proposito, IFRS 9, *Forward-looking information and multiple scenarios*.

⁸ Sul punto, si pensi, a titolo esemplificativo, al credito d'imposta relativo al piano di transizione 5.0, agli incentivi per investimenti nelle Zone Economiche Speciali.

⁹ A tal proposito, si è stabilito di ricorrere alla riclassificazione del prospetto economico secondo il criterio del "valore aggiunto".

RICAVI NETTI DELLE VENDITE DI PRODOTTI E SERVIZI DELLA GESTIONE TIPICA

± Variazione delle rimanenze di prodotti finiti, semilavorati e prodotti in corso di lavorazione

± Variazioni dei lavori in corso su ordinazione

+ Costi capitalizzati

= **VALORE DELLA PRODUZIONE**

± Variazione delle rimanenze di materie prime, di consumo e merci

- Acquisti di materie prime, di consumo e merci

Consumo di materie (R.I. + Acquisti- R.F.)

- Costi per lavorazioni esterne

- Costi per prestazioni di varia natura

- Costi per godimento di beni di terzi

- Altri costi esterni

= **VALORE AGGIUNTO** (Valore della produzione – Consumo di materie - Costi esterni)

- Costo del lavoro

= **MARGINE OPERATIVO LORDO** (Valore aggiunto – Costo del lavoro)

- Ammortamenti e accantonamenti

= **REDDITO OPERATIVO o RISULTATO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA** (MOL – ammortamenti e svalutazioni)

± Risultato della gestione finanziaria

± Risultato della gestione patrimoniale

± Risultato della gestione straordinaria

} Risultato della gestione extra-caratteristica

= **RISULTATO ANTE IMPOSTE** (Reddito gestione caratteristica ± risultato gestione extra-caratteristica)

± Risultato della gestione tributaria

= **RISULTATO DI ESERCIZIO**

Procediamo ad analizzare il contenuto informativo di ciascun risultato intermedio.

Con i *ricavi derivanti dalle vendite*, oltre a identificare il valore di beni e servizi collocati sul mercato, si definisce la principale fonte finanziaria, poiché a essa si correla il potenziale incasso dell'impresa, previa eventuale insorgenza del credito commerciale. Pertanto, analizzare il trend del fatturato, correlandolo alla politica commerciale dell'impresa può essere un primo passo da cui partire.

Il *valore della produzione* consente di collegare la politica produttiva dell'impresa alla gestione delle vendite e delle scorte. Con riferimento a quest'ultima grandezza, fermo restando le scelte di natura gestionale, di cui si dirà in seguito¹⁰, è necessario considerare che le rimanenze sono sottoposte a un processo di valutazione (di stima) che risente anche della metodologia utilizzata, e che la relativa

¹⁰ Si veda paragrafo n. 4.3.



iscrizione in bilancio avviene ovviamente¹¹ in osservanza del principio della competenza economica¹². Ciò significa che, molto spesso, potrà emergere una discrasia tra l'iscrizione in bilancio del valore delle rimanenze, la dinamica reddituale connessa alle loro variazioni, rispetto al reale esborso finanziario relativo al pagamento. È questo il motivo per cui va adeguatamente analizzato il ciclo economico, produttivo e finanziario dell'impresa quale punto di congiunzione tra la competenza economica e la manifestazione finanziaria relativamente al valore delle scorte di magazzino.

Il *valore aggiunto* esprime il maggior valore-ricchezza che l'impresa è in grado di generare rispetto al costo delle materie e dei servizi acquisiti dall'ambiente esterno per sostenere l'attività di trasformazione e vendita di prodotti/servizi. Si dice che il valore aggiunto esprima l'«economicità sociale» dell'impresa¹³, poiché quest'ultima non è solo un'entità che produce ricchezza per i soci ma un'organizzazione che distribuisce valore «allargato» tra i diversi portatori di interesse¹⁴ coinvolti, direttamente o indirettamente, nell'attività economica dell'impresa stessa, tra i quali spiccano: i dipendenti, i finanziatori (oneri correlati al mercato del credito), lo Stato (sotto forma di imposte) e i soci (in caso di distribuzione degli utili). Ne consegue che, generalmente, quanto più alto è il valore aggiunto tanto maggiore è anche il potenziale finanziario che l'impresa potrà essere in grado di esprimere, vendendo beni e servizi a un prezzo superiore rispetto alle uscite che derivano dai costi esterni di produzione o commerciali.

Il *marginale operativo lordo*, costituito dal Valore aggiunto al netto dei costi del personale, misura l'efficienza della gestione corrente dell'impresa. Si differenzia dal reddito operativo poiché non subisce l'influenza della politica degli ammortamenti e delle svalutazioni ricomprese nella voce B)10 del conto economico civilistico, nonché degli accantonamenti richiamati nella voce B)12 e B)13 dell'art. 2425 c.c.¹⁵. La determinazione del MOL permette, in buona sostanza, di neutralizzare i costi non monetari e, in particolar modo, l'influenza di ammortamenti e accantonamenti che sono soggetti a un processo valutativo e, di conseguenza, a possibili scelte soggettive da parte del redattore del bilancio, pur nell'ambito dei vincoli imposti dai principi contabili¹⁶. Il MOL può essere considerato come una *proxy* rappresentativa del cash flow operativo determinato secondo lo schema del rendiconto finanziario¹⁷.

Gova sottolineare come, nella definizione del Valore Aggiunto, e di conseguenza del MOL, sarebbe opportuno, qualora possibile, scorporare dalle voci relative alla gestione caratteristica alcuni ricavi e costi che potrebbero essere classificati rispettivamente nella voce A)5 e B)14 del conto economico e che potrebbero riguardare elementi non sempre ripetibili o non direttamente attribuibili all'attività

¹¹ Per ulteriori approfondimenti sulla valutazione delle rimanenze, richiamiamo l'OIC 13 dal par. 40 al par. 53.

¹² OIC 11, paragrafi 29 – 32.

¹³ Si veda, *ex multis*, ONIDA P., «Economicità, socialità ed efficienza nell'amministrazione dell'impresa», *Rivista Italiana di Ragioneria*, 1961, marzo-aprile.

¹⁴ Cfr. R.E. FREEMAN, *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, 1984.

¹⁵ Devono considerarsi solo gli accantonamenti ricompresi nella gestione caratteristica.

¹⁶ Si vedano, sul punto l'OIC 16 e l'OIC 24 in relazione, rispettivamente alle immobilizzazioni materiali e immateriali, nonché l'art. 2426 c.c. relativo ai criteri di valutazione, con particolare riferimento al criterio della «residua possibilità di utilizzazione».

¹⁷ È bene precisare che il MOL è comunque influenzato dal valore delle rimanenze e degli accantonamenti correlati al trattamento di fine rapporto dei dipendenti.



tipica dell'impresa (ad esempio, fitti attivi per immobili non strumentali, multe e sanzioni per rateizzazioni tributarie, ecc.¹⁸).

Inoltre, ai fini di un'analisi più approfondita, è necessario considerare che la grandezza economica del Valore Aggiunto, per le imprese con una forte vocazione manifatturiera e, in particolare, con prevalente incidenza del costo della mano d'opera rispetto al costo relativo all'utilizzo dei fattori produttivi a fecondità ripetuta (ad es. attrezzature, impianti, ecc.), rappresenta un parametro di grande interesse, poiché da esso si origina la copertura reddituale del costo del personale, da cui deriva l'eventuale MOL positivo. Quest'ultimo garantisce la copertura dei costi espressione dell'impiego dei beni durevoli, ovvero degli ammortamenti, per poi giungere alla determinazione del *reddito operativo*, che esprime la performance reddituale dell'impresa, prima di considerare il sostenimento degli oneri finanziari, l'incidenza della gestione patrimoniale, nonché la determinazione delle imposte di esercizio.

Infatti, a seguire, nell'analisi quantitativa del reddito complessivo devono essere considerati anche i risultati delle gestioni extra-caratteristiche che, al pari dei componenti della gestione operativa, possono liberare o assorbire risorse finanziarie. Nello specifico, ricordiamo:

- la *gestione finanziaria*, data dalla somma algebrica dei ricavi e dei costi relativi ai processi di concessione e di acquisizione di mezzi finanziari (es.: interessi passivi);
- la *gestione patrimoniale o degli investimenti*, considerando i proventi e gli oneri derivanti da eventuali dismissioni di asset. In questa circostanza, ad esempio, la dismissione di un bene, per quanto rappresenti un'entrata monetaria, potrebbe comunque produrre effetti negativi (minusvalenze) sul reddito. A ciò si aggiunga che la gestione patrimoniale è rappresentativa di scelte aziendali che, come vedremo nel proseguo, interessano anche valutazioni sul costo opportunità relativo alle scelte di investimento;
- la *gestione straordinaria*, che considera componenti positivi e negativi non ripetibili e non preventivabili¹⁹;
- la *gestione tributaria* che concerne, solitamente, la determinazione delle imposte sull'eventuale reddito positivo prodotto dall'impresa²⁰.

¹⁸ Talvolta nel riclassificato questi componenti positivi e negativi vengono riportati nella gestione patrimoniale o accessoria, ovvero in quella straordinaria.

¹⁹ Sebbene l'attuale schema di conto economico civilistico non preveda una sezione dedicata a proventi e oneri straordinari, nell'ambito della riclassificazione, è comunque opportuno individuare componenti positivi e negativi non connessi alla gestione caratteristica (es.: eventi calamitosi, contributi pubblici, ecc.).

²⁰ Seppur non oggetto di trattazione del presente documento, è bene sottolineare come l'analisi sul potenziale reddituale possa essere condotta attingendo alle sole informazioni relative alla contabilità generale o facendo ricorso anche alle informazioni derivanti dalla contabilità analitica. Nella prima circostanza, per l'analisi si procede, ad esempio, mediante la determinazione degli indici di redditività, di sviluppo e di produttività. Con la contabilità analitica, invece, avvalendosi di un'analisi più approfondita, è possibile indagare la redditività delle diverse aree di business, la produttività relativa ai fattori impiegati, soffermarsi su costi fissi per efficientare la gestione, e così via.



La riclassificazione del conto economico per aree gestionali è funzionale anche all'analisi di tipo finanziario in quanto il prospetto che raggruppa i flussi finanziari in uscita (impieghi²¹) e in entrata (fonti²²), vale a dire il rendiconto finanziario, distingue le attività aziendali in²³:

- attività operativa (gestione caratteristica), che considera le operazioni connesse all'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e alla fornitura di servizi, anche se riferibili a gestioni accessorie, nonché le altre operazioni non ricomprese nell'attività di investimento e di finanziamento;
- attività di investimento (gestione patrimoniale), che racchiude le operazioni di acquisto e vendita di immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e di attività finanziarie non immobilizzate;
- attività di finanziamento (gestione finanziaria), che riguarda le operazioni di ottenimento e restituzione delle disponibilità liquide sotto forma di capitale di rischio (ad esempio, versamento di nuovo capitale) o di debito (ad esempio, contrazione o restituzione di finanziamenti).

In definitiva, adottando il medesimo criterio di riclassificazione, è più semplice comprendere se e in che modo la gestione reddituale, nelle sue diverse "aree gestionali", alimenti i flussi finanziari dell'impresa.

2. Dal ciclo economico al ciclo finanziario dell'impresa

Con l'attivazione del ciclo economico, e quindi del processo produttivo, si registra la variazione di risorse finanziarie all'interno dell'azienda, connesse allo svolgimento delle seguenti fasi²⁴:

- acquisizione e organizzazione dei fattori produttivi²⁵;
- immagazzinamento delle materie prime e semilavorati;
- produzione;
- immagazzinamento dei prodotti finiti;
- vendita dei beni e/o servizi.

²¹ Nello specifico, con il termine <<impiego>> si esprime l'assorbimento di risorse finanziarie da parte della gestione aziendale. Esso è rappresentato da:

- aumenti di attività (ad es. aumento dei crediti o del magazzino);
- riduzioni di passività (ad es. pagamento di un debito di fornitura o di un finanziamento);
- riduzioni di patrimonio netto (ad es. recesso di un socio con pagamento in denaro).

²² Per fonte s'intende, invece, un afflusso di risorse finanziarie a favore dell'impresa. Essa può essere rappresentata da:

- aumenti di passività (ad es. incremento di un debito di fornitura o contrazione di un nuovo finanziamento);
- riduzioni di attività (ad es. riscossione di un credito e riduzione del magazzino con relativo incasso);
- apporti di capitale (ad es. versamento a seguito di un aumento del capitale sociale);
- gestione reddituale positiva.

²³ A questo proposito, si fa richiamo alle indicazioni riportate nell'OIC 10.

²⁴ Il ciclo economico-finanziario che viene descritto è riferito a un'impresa di produzione. La scelta di focalizzarsi su questa tipologia di imprese è dettata dal fatto che si ritiene più completa ai fini espositivi, rispetto, ad esempio ad un'impresa commerciale e di servizi, per le quali si sarebbero registrati minori fasi operative.

²⁵ L'utilizzo del termine "acquisizione" vuol esprimere la differente modalità con cui è possibile immettere i fattori produttivi nel ciclo di produzione dell'impresa. Oltre all'acquisto, non bisogna, infatti dimenticare, l'operazione di leasing o le acquisizioni mediante costruzioni in economia.



Ciascuna di queste fasi alimenta diversi cicli, alcuni dei quali a prevalenza economica e altri di natura specificamente finanziaria.

Nello specifico, è possibile distinguere:

- il ciclo economico, che riguarda l'intero intervallo temporale che va dall'acquisizione dei fattori produttivi (sostenimento dei costi) fino alla vendita dei beni e/o servizi (conseguimento del ricavo). Il circuito economico dovrebbe garantire il rientro di risorse finanziarie sotto forma di entrate di denaro (circuito monetario)²⁶;
- il ciclo produttivo o di trasformazione, che prende avvio dall'immissione dei fattori produttivi nel processo di trasformazione e creazione di beni e servizi. In questo ambito, in relazione all'attività economica dell'impresa, rientrano le fasi come immagazzinamento di materie prime e prodotti finiti, tempi di lavorazione, ma anche, ad esempio, tempo di attrezzaggio impianti, ecc.;
- il ciclo finanziario, che parte con l'acquisizione del fattore produttivo, a cui si ricollega la contrazione del debito o il sostenimento della spesa, e si conclude con la vendita dei prodotti e dei servizi, da cui deriva il relativo incasso o l'insorgenza del credito commerciale;
- il ciclo monetario, che esprime l'intervallo temporale che va dal pagamento dei fattori produttivi all'incasso degli importi relativi alla vendita di beni e servizi.

Collegando i vari cicli, è chiaro che la migliore condizione si registrerebbe qualora il ciclo economico si chiudesse in maniera sincronica con l'incasso²⁷, garantendo così l'immediato rientro di risorse finanziarie. Il surplus finanziario prodotto consentirebbe non solo di sostenere il ciclo economico esistente ma, eventualmente, di ampliarlo mediante la realizzazione di nuovi investimenti.

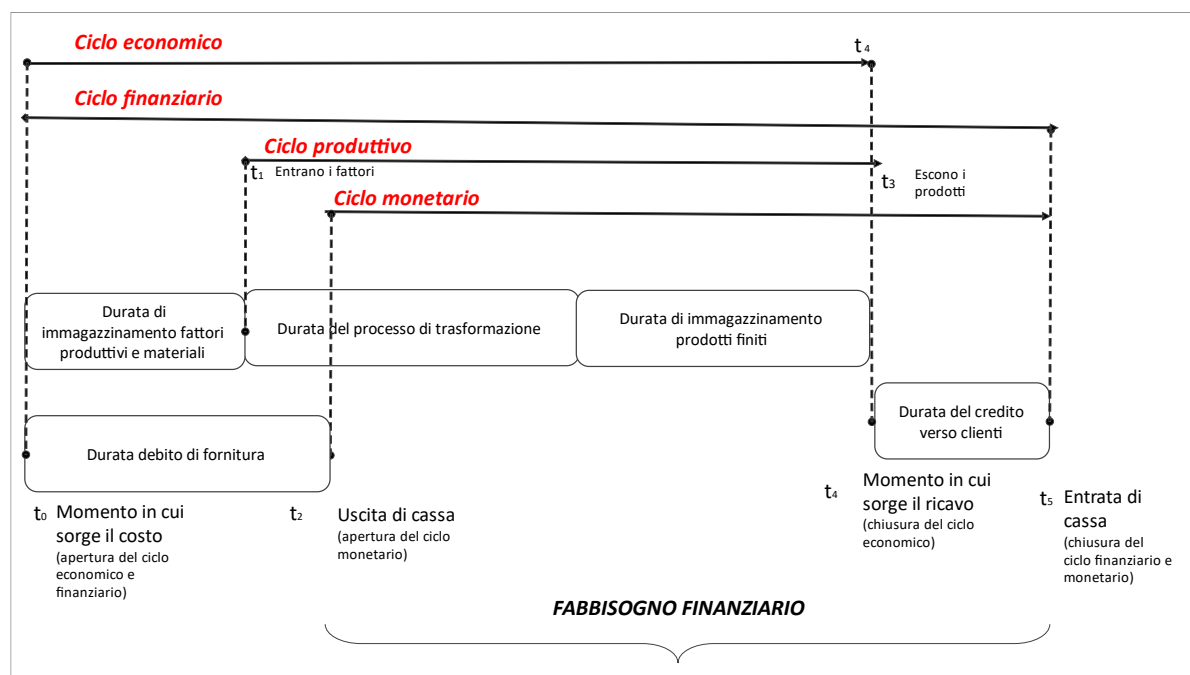
Uno schema riepilogativo potrebbe chiarire quanto poc'anzi detto²⁸.

²⁶ Si precisa che per semplificazione si è volutamente considerato il solo ciclo economico costi-ricavi, seppur consapevoli della possibilità che il medesimo ciclo, per alcune tipologie di aziende (ad esempio imprese di assicurazioni), si realizza come ricavi-costi.

²⁷ A tal proposito si consulti, DI LAZZARO F., *La situazione finanziaria aziendale. Misure, rappresentazione ed analisi*, Giuffrè, 1995, p. 32 e ss.

²⁸ LIZZA F., *Le riclassificazioni di bilancio*, Clua Edizioni, 1989, p. 132.

Figura 1 - La rappresentazione di un ciclo economico, finanziario, produttivo e monetario



La correlazione tra i differenti cicli permette di stabilire in maniera puntuale il fabbisogno finanziario dell'impresa, che dovrebbe trovare capienza in prima battuta nella liquidità prodotta dalla gestione reddituale, oltreché nel processo di autofinanziamento "proprio" e "improprio". Il primo è originato dalla mancata o limitata ripartizione degli utili accantonati a riserva. Il secondo ("improprio") è riconducibile alla determinazione del valore degli accantonamenti e ammortamenti, ovvero ai componenti negativi di reddito che non esprimono un'uscita finanziaria e che generano una riduzione del risultato di esercizio ai fini della determinazione delle imposte e, di conseguenza, alla distribuzione di quanto residua²⁹.

In seconda battuta, il fabbisogno dovrebbe trovare copertura attraverso fonti esterne, tradizionali (tipicamente bancarie) o più innovative (anche mediante accesso al mercato dei capitali, strumenti di *quasi-equity*, ecc.) o attraverso la gestione del circolante (*infra*).

²⁹ In relazione al concetto di autofinanziamento, si veda, tra gli altri, INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario dell'impresa*, Giuffrè Francis, Lefebvre, 1996; Sarcone, S., Sarcone, F., *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa. Fattispecie e suoi rapporti con il cash flow ed il fabbisogno di capitale*, Franco Angeli, 2023. Secondo alcuni Autori, l'autofinanziamento improprio emerge non dagli ammortamenti e dagli accantonamenti in quanto tali, ma dalla possibilità di non accompagnare al costo un'uscita monetaria di breve periodo. "Da questa angolazione, dunque, l'autofinanziamento improprio:

1) non si riferisce a tutti gli ammortamenti e a tutti gli stanziamenti di Tfr, così come risultano dal Conto economico, ma si restringe soltanto ad alcune fattispecie ben specifiche:

a) ammortamenti di beni strumentali finanziati con capitale proprio;

b) Tfr interno;

2) è ravvisabile non soltanto in merito ad ammortamenti e Tfr ma ogni qualvolta a un costo di competenza dell'esercizio segnato nel Conto economico, con analoghe conseguenze depressive sotto il profilo patrimoniale, non corrisponde nel breve periodo un'uscita finanziaria: si pensi ad es. agli accantonamenti per fondi per rischi e oneri con scadenza medio-lunga. In tali casi, addirittura, il fenomeno dell'autofinanziamento improprio può presentarsi con ancor più pregnanza, considerato che l'evento negativo potrebbe avvenire per un importo più basso rispetto a quello prudenzialmente previsto o, addirittura, potrebbe anche non verificarsi del tutto". Cfr. BONDI G.C., *L'autofinanziamento improprio*, Paramond Online, Pearson.



È naturale che, per l'impresa, sarebbe auspicabile che il fabbisogno finanziario fosse, in prevalenza, alimentato da un processo di liquidabilità della gestione operativa, piuttosto che sostenuto prevalentemente da fonti finanziarie esterne.

3. L'analisi finanziaria e le configurazioni del capitale circolante netto

Tra i principali indicatori utilizzati per la gestione del fabbisogno finanziario, va menzionato sicuramente il capitale circolante³⁰ con cui si analizzano le dinamiche finanziarie dell'impresa con un orizzonte temporale di breve periodo (convenzionalmente entro i 12 mesi).

Il capitale circolante può essere meglio indagato facendo ricorso a una triplice rappresentazione³¹, vale a dire:

- il capitale circolante netto di tipo commerciale;
- il capitale circolante netto di tipo operativo;
- il capitale circolante netto di tipo finanziario.

Ciascuna delle tre rappresentazioni favorirà la lettura e l'interpretazione dei valori determinati nell'esprimere un giudizio sulla gestione finanziaria complessiva dell'impresa.

3.1. Il capitale circolante netto commerciale

Il CCN commerciale si sofferma sulle sole voci di attivo e passivo aventi natura commerciale, con l'obiettivo di verificare i risvolti finanziari prodotti dalle operazioni di acquisto dei fattori produttivi e vendita dei beni e servizi, in termini, rispettivamente, di debiti di fornitura e crediti commerciali da mettere a confronto. Pertanto, in questa configurazione, non si terrà conto dell'ammontare e della movimentazione delle scorte.

Il CCN commerciale rappresenta un primo indicatore dell'equilibrio finanziario dell'impresa, espressione di una solvibilità riconducibile ai soli incassi di natura commerciale che dovrebbero garantire, in prima battuta, i pagamenti dei debiti commerciali di breve durata. Ne consegue che la difficoltà dovuta alla riscossione di un credito commerciale ha spesso come naturale conseguenza il mancato soddisfacimento dei creditori a breve, a cui potrebbe fare seguito il ricorso a capitale di finanziamento di breve termine (ad esempio, scoperti di conto corrente, strumenti autoliquidanti, o, in casi estremi, anche a finanziamenti di medio e lungo periodo).

A seguire, si propone la rappresentazione grafica del CCN commerciale nelle ipotesi di un risultato positivo, negativo e nullo³²:

³⁰ Si parla di capitale circolante netto, quale differenza tra l'attivo corrente e il passivo corrente.

³¹ A riguardo, tra gli altri, si veda BRUNETTI G., OLIVOTTO L., *Il controllo del capitale circolante*, Utet, 1992, pp. 7 e ss.

³² Si ritiene che l'ipotesi del risultato nullo sia difficile che si possa realizzare nella realtà.

Figura 2 - Le ipotesi di CCN commerciale

Liquidità immediate 100	Passivo corrente: Debiti commerciali 600	Liquidità immediate 100	Passivo corrente: Debiti commerciali 1.200	Liquidità immediate 100	Passivo corrente: Debiti commerciali 900
Liquidità differite: crediti commerciali 800	CCN commerciale > 0 (300)	Liquidità differite: crediti commerciali 800		Liquidità differite: crediti commerciali 800	
		CCN commerciale < 0 (300)			

Per una migliore interpretazione dei valori espressi dal CCN commerciale sarebbe opportuno considerare variabili qualitative, anche di natura strategica quali, ad esempio, la selezione con cui sono stati scelti clienti e fornitori, le politiche commerciali adottate nei confronti dei propri clienti, le decisioni relative al plafond dei crediti e debiti di fornitura, le politiche di sconto applicate e ottenute sulle differenti forniture, e così via.

3.2. Il capitale circolante netto operativo

Il CCN operativo è dato dalla differenza tra l'attivo corrente e il passivo corrente afferenti alla gestione caratteristica dell'impresa³³. È evidente che, con la configurazione del CCN operativo, ci si pone come obiettivo quello di analizzare la solvibilità aziendale, soffermandosi sulle dinamiche dei flussi finanziari derivanti dalla gestione operativa. A tal proposito, l'aver circoscritto l'attivo corrente e il passivo corrente alle sole voci della gestione caratteristica permette, infatti, di sottolineare le correlazioni rispetto all'equilibrio reddituale prodotto e rappresentato dal MOL dell'impresa. Si rafforza, in questa circostanza, il collegamento con l'attività reddituale caratteristica dell'impresa, nelle dinamiche che coinvolgono il ciclo economico e produttivo, rispetto al ciclo finanziario e monetario, esprimibile anche attraverso il CCN operativo³⁴.

In merito alle voci che compongono tale aggregato, secondo un'accezione meno restrittiva, si considerano anche gli anticipi o i debiti tributari derivanti dalle imposte di esercizio e l'accantonamento al fondo di trattamento di fine rapporto³⁵.

Nel caso delle imposte di esercizio, inclusi i pagamenti per acconti, così come i rimborsi, i corrispettivi ottenuti dalle autorità fiscali, ecc., si procede riportandoli tra le voci della gestione reddituale, poiché

³³ Si veda, *ex multis*, DALLOCCIO M., SALVI A., *Finanza Aziendale*. Vol. 1. Egea, Milano, 2011.

³⁴ A titolo d'esempio, l'aumento dei costi, in presenza di ricavi costanti, genera una riduzione del MOL, che in termini finanziari potrebbe tradursi in un incremento dei debiti di fornitura e quindi in un maggiore fabbisogno finanziario.

³⁵ Di contrario avviso, tra gli altri, si veda BRUNETTI G., OLIVOTTO, L., *op. cit.*, p. 12; nel senso del testo, tra gli altri, SILVI R., *Analisi di bilancio: la prospettiva manageriale*, McGraw-Hill, 2006, p. 130.

riconducibili principalmente ai risultati della gestione caratteristica, in linea con quanto riportato nell'OIC 10³⁶.

In merito all'accantonamento al fondo TFR, essendo riferito al costo del personale relativo a un periodo amministrativo ben definito, si ritiene che non debba essere escluso dai debiti di natura operativa, indipendentemente dal fatto che l'uscita finanziaria sia mensile³⁷, ovvero avvenga al momento dell'interruzione del rapporto di lavoro. In quest'ultima circostanza la sostanziale differenza, rispetto all'ipotesi finanziaria dell'esborso mensile, è data dal fatto che rientra nel CCN operativo la sola quota di TFR esigibile entro l'anno successivo (utilizzo del TFR).

Un'altra questione dibattuta che riguarda sia il CCN operativo che quello commerciale concerne il saldo dell'indebitamento bancario a breve termine. Secondo una prima interpretazione, più restrittiva, non dovrebbe essere considerato nel circuito della gestione operativa e, pertanto, tenuto fuori dal calcolo del CCN operativo e commerciale³⁸. Nonostante ciò, è possibile che nella prassi, il saldo dell'indebitamento bancario sovente si confonda con la liquidità prodotta dall'impresa, e in modo particolare con quella generata dalla gestione corrente. Per cui, se così fosse e se ce ne fosse la possibilità, si potrebbe optare per la determinazione della liquidità netta, che è data dal saldo attivo/passivo derivante dalla somma algebrica tra la liquidità lorda prodotta dalla gestione corrente e l'indebitamento bancario di breve periodo. Diversamente, non resterebbe che considerare un unico importo, lasciando all'analista la fase di approfondimento e interpretazione dei risultati conseguiti.

Pertanto, la configurazione di CCN operativo può essere come di seguito rappresentata:

Figura 3 - Le ipotesi di CCN operativo

Liquidità immediate 100	Passivo corrente: Debiti commerciali 1.000	Liquidità immediate 100	Passivo corrente: Debiti commerciali 1.500	Liquidità immediate 100	Passivo corrente: Debiti commerciali 1.200
Liquidità differite: Gestione operativa 800	CCN operativo > 0 (200)	Liquidità differite: Gestione operativa 800		Liquidità differite: Gestione operativa 800	
Disponibilità 300		Disponibilità 300		Disponibilità 300	
		CCN operativo < 0 (300)			

³⁶ A tal proposito, seppur consapevoli che le imposte di esercizio possono essere anche riconducibili ad attività della gestione degli investimenti e dei finanziamenti, l'Organismo Italiano di Contabilità, per una maggiore chiarezza, ha deciso di considerare la suddetta voce nell'area reddituale, essendo la maggior parte delle imposte frutto delle operazioni di gestione ordinaria.

³⁷ È questo il caso in cui, ad esempio, l'impresa che opera nel settore privato con più di 50 dipendenti versa la quota al Fondo di tesoreria gestito dall'Inps ai sensi dell'art. 1, commi 755 e 756 della legge 206/2006, ovvero per le imprese con meno di 50 dipendenti in cui il lavoratore richiede il versamento della quota in un fondo di previdenza complementare.

³⁸ In tal senso, tali elementi costituiscono "un insieme di operazioni di natura straordinaria, vale a dire che non rientrano tra le attività tipiche del ciclo operativo", secondo RENOLDI A., *Elementi di pianificazione e controllo finanziario nelle imprese industriali*, Giuffrè, p. 112.

3.3. Il capitale circolante netto finanziario

Il CCN finanziario è rappresentato dalla differenza tra l'attivo corrente e il passivo corrente dello stato patrimoniale, indipendentemente dalla pertinenza gestionale. In tal senso, sono quindi considerati gli effetti prodotti dall'acquisizione di un mutuo bancario³⁹ (gestione finanziaria) o la rilevazione di crediti tributari (gestione operativa) e/o debiti di natura commerciale (gestione commerciale). Con il capitale circolante netto finanziario è possibile apprezzare il grado di solvibilità dell'impresa⁴⁰, almeno nel breve termine. L'indagine sulla solvibilità aziendale tende a verificare se sussista la copertura del passivo a breve con la liquidità che l'attivo circolante è in grado di liberare entro i 12 mesi, utilizzando indicatori determinati come differenza tra due grandezze (A-B), quali ad esempio:

- CCN (attivo corrente – passivo corrente), il cui valore maggiore di zero dovrebbe rilevare uno stato di solvibilità;
- Margine di Tesoreria⁴¹ (Liquidità immediate + liquidità differite – Passivo corrente), che dovrebbe essere maggiore di zero.

Analizzando gli indici, costruiti come rapporto tra due parametri (A/B), è possibile analizzare:

- Indice di disponibilità – Current ratio (attivo corrente/passivo corrente), il cui valore ideale dovrebbe collocarsi in un range tra 1,2 – 1,5⁴². Un valore superiore all'unità corrisponde a un CCN > 0;
- Indice di tesoreria – Quick ratio (liquidità imm. + liq diff./passivo corrente), il cui valore segnaletico relativamente alla solvibilità dovrebbe essere compreso tra 0,8 – 1. Anche in questa circostanza, un Indice di tesoreria > 1 equivale a un valore del Margine di tesoreria > 0.

L'opportunità di determinare sia gli indicatori che gli indici è legata alla completezza dell'informazione che è possibile ottenere. Di seguito si riporta una breve esemplificazione.

Tabella 1 - Indicatori e indici a confronto

Anno n		Anno n+1	
Attivo corrente	1.000	Attivo corrente	2.100
Passivo Corrente	500	Passivo Corrente	1.000
CCN (Ac-Pc)	500	CCN (Ac-Pc)	1.100
Indice di disponibilità (Ac/Pc)	2	Indice di disponibilità (Ac/Pc)	2,1

È evidente come, se ci si limitasse alla sola determinazione dell'indicatore, il giudizio non potrebbe che essere positivo. Si passa, infatti, da un CCN pari a 500 nell'anno n ad un CCN pari a 1.100 nell'anno n+1, in termini assoluti. Il giudizio si modifica leggermente con la determinazione dell'indice di disponibilità, in quanto, sia nel primo che nel secondo esercizio, il valore è molto vicino a 2, il che denota una

³⁹ Per la quota in scadenza a breve termine.

⁴⁰ Ad ogni modo, si ritiene che solo con un'indagine più approfondita riferita ai componenti dell'attivo e del passivo corrente, si possa considerare se l'impresa risulta solvibile o meno. Di ciò si dirà nel corso del paragrafo parlando delle tre ipotesi di CCN finanziario.

⁴¹ Rispetto al calcolo del CCN, tale indice non considera le rimanenze di magazzino.

⁴² Si tratta di un range indicativo, che dovrà essere analizzato in base al settore, al ciclo di vita dell'impresa, ecc.

differente interpretazione rispetto al miglioramento sostanziale in relazione alla crescita del CCN in valore assoluto.

Analizzare i risultati del CCN non vuol dire rimanere ancorati all'orizzonte temporale dei dodici mesi, poiché non bisogna trascurare gli effetti che qualunque scelta di breve termine potrebbe produrre anche sulla struttura patrimoniale dell'impresa in un'ottica di medio e lungo periodo. A titolo esemplificativo e non esaustivo, un CCN maggiore di zero potrebbe significare che parte della liquidità dell'attivo corrente riesce a garantire la copertura del fabbisogno finanziario di medio e lungo periodo. Tale fattispecie potrebbe essere rappresentativa di una gestione della tesoreria oculata che riesce a remunerare i debiti a breve e a liberare risorse anche per la remunerazione dei debiti a medio e lungo termine accesi per fronteggiare il fabbisogno finanziario di investimenti durevoli. Al contempo, si potrebbe leggere il dato come scelta strategica di un'impresa che opera con lunghi cicli di produzione (ad esempio commesse pluriennali), che gestisce alti livelli di scorte di sicurezza o che ha deciso di finanziare parte dell'attivo corrente con il passivo consolidato e/o con il patrimonio netto.

Nell'ipotesi in cui, invece, il CCN presenti valori negativi, infatti, la liquidità liberata dal capitale circolante non sarebbe sufficiente per coprire le esigenze finanziarie di breve periodo, da cui deriverebbe un probabile squilibrio finanziario⁴³.

Sempre a titolo esemplificativo, basti pensare all'ipotesi in cui, per la copertura di crediti incagliati, si faccia ricorso a debiti di medio e lungo periodo. In questa circostanza, l'impresa acquisisce finanziamenti durevoli non tanto per alimentare il circolo virtuoso degli investimenti, quanto per far fronte alla necessità di supportare il circolo vizioso relativo alla difficoltà d'incasso e dello stato di insolvenza della realtà aziendale.

Figura 4 - Ipotesi di CCN finanziario

Liquidità immediate 100	Passivo corrente 800	Liquidità immediate 100	Passivo corrente 1.500	Liquidità immediate 100	Passivo corrente 1.300
Liquidità differite 900		Liquidità differite 900		Liquidità differite 900	
Disponibilità 300	CCN finanziario > 0 (500)	Disponibilità 300		Disponibilità 300	
Attivo fisso 3.000	Passivo consolidato 3.500	CCN finanziario < 0 (200)	Passivo consolidato 2.800	Attivo fisso 3.000	Passivo consolidato 3.000

4. La gestione del capitale circolante

Come già accennato, la gestione del capitale circolante è alla base di qualunque decisione e azione di natura finanziaria, considerando non tanto e non solo gli effetti prodotti sulla condizione di equilibrio di breve termine ma anche di medio e lungo periodo. Si tratta, in buona sostanza, di valutare,

⁴³ In estrema ipotesi sotto forma di smobilizzo dell'attivo fisso per coprire il pagamento di debiti a breve periodo.



all'interno di un sistema di obiettivi che s'intendono perseguire, quali possano essere gli effetti prodotti relativamente alla gestione del capitale circolante netto, sia a livello strategico che a livello operativo-organizzativo.

Volendo fare alcune considerazioni sul punto, nel proseguo dell'elaborato si procederà esaminando la gestione delle differenti configurazioni di capitale circolante richiamate in precedenza, a partire da quella commerciale per poi passare a quella operativa e concludere con quella finanziaria, in merito alla loro gestione.

4.1. La gestione del capitale circolante netto commerciale: i crediti commerciali

Il credito commerciale rappresenta un'importante leva strategica nel processo di fidelizzazione del cliente, seppur necessiti di un costante controllo. A tal proposito, per politica commerciale o del credito, s'intende l'insieme delle procedure atte a pianificare, gestire e controllare l'erogazione del credito, in relazione alle vendite e alle classi di clientela.

Il principale obiettivo per cui un'impresa decide di adottare una politica del credito, a maggior ragione se spinta, è sicuramente quello di incrementare o consolidare i propri ricavi, considerando che, nella prima ipotesi, è maggiore l'attenzione che deve essere riposta alla correlazione tra la politica adottata e l'aumento delle vendite. A tal proposito, infatti, è bene ricordare che non sussiste una automatica relazione causa-effetto tra la politica del credito e la crescita del fatturato, poiché sono tante le variabili che potrebbero intervenire. Si pensi, a titolo esemplificativo, all'ingresso sul mercato di nuovi concorrenti, alla forza contrattuale nei confronti dei clienti, alla rigidità o elasticità della domanda, a eventuali shock esogeni, e così via.

A ciò si aggiunga che, paradossalmente, utilizzare la politica commerciale per aumentare le vendite, non necessariamente produrrà benefici in termini di redditività per l'impresa. Ciò accade qualora i ricavi incrementali delle unità aggiuntive, supportate da una politica del credito, siano inferiori rispetto ai costi incrementali di quelle stesse unità aggiuntive.

Questo è il motivo per cui, al verificarsi di un incremento delle vendite, sarebbe opportuno mettere a confronto, in un'ottica di margine di contribuzione, i ricavi incrementali (ΔR) rispetto ai costi incrementali sostenuti (ΔC), facendo attenzione ad analizzare i soli costi variabili. Nel caso in cui dal confronto si dovesse registrare un risultato positivo, il margine conseguito rappresenta il livello da monitorare per non perdere la convenienza economica, e quindi finanziaria, di una specifica politica commerciale. L'incremento delle vendite, infatti, potrebbe richiedere un adeguamento della capacità produttiva e dei relativi costi, tale da non garantire la loro copertura mediante la marginalità liberata dalla vendita delle unità aggiuntive⁴⁴.

⁴⁴ È bene ricordare, infatti, che il criterio del margine di contribuzione mira a definire la marginalità in un intervallo di capacità produttiva ben definito, dando per costanti i costi fissi.



Nell'accertare la convenienza economica relativa all'adozione della politica di dilazione, oltre ai costi per la realizzazione dei beni e servizi direttamente rilevabili, sarebbe opportuno considerare anche i "costi del credito"⁴⁵, poiché molto spesso sottovalutati, o addirittura non considerati, ma influenti sia sulle dinamiche reddituali che finanziarie dell'impresa. Nello specifico, tali costi, esaminati nei paragrafi seguenti, possono essere così individuati:

- costi per la gestione e amministrazione del credito;
- costi del capitale investito nel credito commerciale;
- costi per gli insoluti;
- costi per le mancate vendite.

4.1.1 I costi per la gestione e l'amministrazione del credito

I costi per la gestione e l'amministrazione del credito sono riconducibili ad aspetti prevalentemente di natura organizzativa, in quanto fanno principalmente riferimento al costo del personale preposto alla gestione del rapporto con il cliente. Da non trascurare, in particolare nell'ambito dell'affidamento del credito, sono i costi sostenuti per l'analisi qualitativa prospettica del cliente, volti a comprendere la sua affidabilità reddituale (potenziale di sviluppo economico) e finanziaria (solidità e solvibilità). La valutazione preliminare del cliente, a maggior ragione se nuovo, permette la mitigazione del grado di rischio in relazione alla minore probabilità che si verifichi un evento dannoso per l'impresa (ad esempio, perdita su crediti, *default* del cliente).

4.1.2 I costi del capitale investito nel credito commerciale

I costi del capitale investito nel credito commerciale, in via generale, sono determinati in funzione della dilazione concessa, considerando il fabbisogno finanziario derivante dagli incassi non ancora realizzati.

In modo più specifico, si tratta di stabilire il costo dell'investimento nel credito, dato dal rapporto tra il valore dell'investimento (I) e il relativo tasso di finanziamento, che possiamo considerare come costo medio del capitale investito (K).

Per la determinazione del valore dell'investimento, per semplicità, assumiamo che il ricavo sia soggetto a una politica del credito o di dilazione "ordinaria", ovvero non finalizzata a incrementare le vendite, a fronte di un costo di produzione corrisposto a pronti⁴⁶. Ne consegue che il relativo investimento in capitale circolante non è tanto correlato al fabbisogno relativo al mancato incasso, quanto piuttosto al fabbisogno occorrente per coprire i costi monetari di produzione e di vendita⁴⁷. Pertanto, il valore dell'investimento nel capitale circolante può essere espresso come segue:

⁴⁵ Tra gli altri, BRUGGER G., *La gestione del capitale circolante*, Egea, 1991, pp. 203 e ss.

⁴⁶ Nel caso il pagamento fosse dilazionato si dovrebbe considerare anche l'effettivo tempo di pagamento.

⁴⁷ Oltre ai costi variabili di produzione è, infatti, necessario considerare i costi variabili di vendita quali potrebbero essere le provvigioni corrisposte agli agenti.

$$I = cvm * d/360$$

in cui:

I = valore dell'investimento nel capitale circolante;

cvm = costo monetario di produzione e di vendita individuato come esborso finanziario;

d/360 = valore della dilazione concessa.

A seguire, una volta determinato il valore dell'investimento nel circolante, il suo costo è dato da:

$$CICC = I * K$$

dove:

CICC = costo dell'investimento nel capitale circolante;

I = investimento in capitale circolante;

k = costo medio ponderato del capitale⁴⁸.

Ipotizzando, invece, che la politica di credito concesso sia volutamente utilizzata come leva strategica per incrementare le vendite, la riflessione chiama nuovamente in causa il concetto di ricavo e di costo incrementale.

A quest'ultimo proposito, pertanto, per determinare il valore dell'investimento del credito da finanziare, è opportuno partire dal concetto di costo monetario incrementale, che occorre sostenere per produrre le unità aggiuntive a seguito dell'attuazione della politica commerciale. In definitiva, il focus dell'analisi si sposta nuovamente nell'ottica di *direct costing*⁴⁹, e quindi sul ricavo incrementale (ΔR) e sul costo incrementale monetario variabile, sia di produzione che di vendita (ΔC), considerati pari a una percentuale degli stessi ricavi.

L'investimento incrementale nel credito, moltiplicato per il costo medio ponderato del capitale, permette di determinare il costo dell'investimento del credito concesso.

Pertanto, avremo che⁵⁰:

$$I = \alpha \Delta R * d/360$$

Dove:

I = investimento incrementale;

α = percentuale del costo variabile sul fatturato;

ΔR = incremento dei ricavi;

d/360 = dilazione prevista.

⁴⁸ A tal proposito, si fa riferimento al WACC.

⁴⁹ Il che vuol dire che vengono lasciati invariati i costi fissi e che l'impresa in buona sostanza si trova a poter gestire una capacità produttiva in esubero.

⁵⁰ BRUGGER G, *op. cit.*, 1991, p. 209-210.

Definito il valore differenziale dei ricavi e dei costi di produzione, l'onere da sostenere per l'investimento nel credito è dato da:

$$CICC = k * \Delta I$$

Dove:

CICC = costo dell'investimento per il credito concesso;

K = costo medio del capitale aziendale, relativo ai mezzi finanziari raccolti dall'impresa;

ΔI = il valore incrementale dell'investimento derivante dalla dilazione concessa.

Cerchiamo di chiarire il tutto con un esempio numerico:

Tabella 2 - Esempio di determinazione del costo del credito connesso all'investimento incrementale

Voce di bilancio	Valori prima della politica commerciale (0)	Valori successivi alla politica commerciale (1)	Δ in valore assoluto	Δ in termini percentuali
Fatturato	100.000	120.000	+ 20.000	20%
Costi variabili	60.000	72.000	+ 12.000	20%
Peso % cv/ft	60%	60%		
Dilazione accordata	90 gg	150 gg		

Sulla scorta del precedente esempio numerico, applicando la formula che segue, determiniamo il costo incrementale:

$$I = \alpha \Delta R * d/360$$

$$I_0 = 60\% * 100.000 * 90/360 = 15.000$$

$$I_1 = 60\% * 120.000 * 150/360 = 30.000$$

$$\Delta I = (30.000 - 15.000) = 15.000.$$

Ipotezzando un costo medio del capitale pari al 10%, determiniamo che il costo per l'investimento per il credito concesso è pari a:

$$CiCC = k * \Delta I = 10\% * 15.000 = 1.500.$$

Alla luce di quanto appena esposto, è possibile stabilire che il fabbisogno finanziario connesso alla concessione di una dilazione va quantificato non solo e non tanto come ricorso al capitale di terzi relativo al mancato incasso, quanto come costo relativo a un investimento, eventualmente incrementale, preventivabile in funzione della leva di marketing (politica di credito) e della *commercial leverage* adottata⁵¹.

⁵¹ Si veda, GUIDA M., MORETTO A.M., CANIATO F.F.A., "How to select a Supply Chain Finance solution?", *Journal of Purchasing and Supply Management*, 2021, 27 (4), 100701.

4.1.3 *I costi relativi agli insoluti*

Con i *costi relativi agli insoluti*, si entra in un ambito difficilmente prevedibile, poiché trattasi di un costo di natura patologica, vale a dire di carattere straordinario, che non è sempre quantificabile a priori. Non è semplice, infatti, prevedere gli oneri relativi al recupero dei crediti, siano essi “interni” (ad esempio, tempi impiegati dal personale dipendente per sollecitare il pagamento), o “esterni” (ad es. costi sostenuti per pratiche legali, per ricorso a società di recupero crediti, e così via). A ciò si aggiunga che, oltre agli oneri relativi al recupero crediti, occorre considerare il costo relativo all'eventuale finanziamento a cui l'impresa deve ricorrere, essendo venuta meno l'immissione di liquidità fisiologicamente prevista.

4.1.4 *I costi relativi alla mancata vendita*

I *costi relativi alla mancata vendita* possono essere classificati come oneri figurativi che sono determinati in base all'ipotetica riduzione delle vendite in caso di non applicazione delle politiche commerciali, a maggior ragione se confrontate con quelle dei concorrenti laddove, invece, questi ultimi stabiliscano politiche di credito aggressive. I costi relativi alla mancata vendita vanno letti e interpretati non tanto in un orizzonte temporale di breve termine, quanto in un'ottica di medio e lungo periodo, con riferimento al segmento in cui si opera e alla possibilità di veder ridotta la propria quota di mercato rispetto ai principali *competitors*.

4.1.5 *Le politiche di credito: i costi del credito e la categoria dei clienti “rischiosi”*

A questo punto, ci si chiede se le considerazioni sopra evidenziate in merito alla concessione del credito e alla determinazione del relativo costo, possano essere rivolte anche ai clienti classificati come “rischiosi”, precisando che non si tratta comunque di clienti insolventi o con difficoltà finanziarie bensì, ad esempio, con rating non propriamente soddisfacenti, clienti nuovi per cui non sono disponibili dati relativi alle vendite e agli incassi passati, e così via. Una politica commerciale rivolta a un cliente “rischioso” potrebbe trovare un giustificato motivo, qualora, ad esempio:

- i costi incrementali per unità aggiuntive risultino inferiori rispetto ai ricavi incrementali, in una logica di marginalità e in presenza di capacità produttiva in esubero. Un'azione del genere garantirebbe, in quota parte, un'ulteriore copertura dei costi fissi;
- con riferimento al mercato di sbocco, nel caso in cui si dovesse registrare una reale difficoltà nell'incrementare le vendite sui clienti primari o secondari non rischiosi poiché si è raggiunta la saturazione, potrebbe essere utile valutare la categoria dei clienti invece “più rischiosi”. In questa circostanza, sarebbe opportuno valutare eventuali vantaggi sia di natura operativa, quale l'efficientamento produttivo e il migliore impiego della capacità produttiva, sia di tipo strategico, come l'ampliamento della quota di mercato o comunque il rafforzamento di quella esistente.



4.2. La gestione del capitale circolante netto commerciale: i debiti commerciali

La principale funzione riconosciuta ai debiti di natura commerciale è quella di ridurre il fabbisogno finanziario dell'impresa, ovvero di limitare il ricorso ad altre forme di finanziamento a copertura di esigenze relative all'attività operativa.

Per sua natura, il debito commerciale rappresenta una forma di finanziamento "indiretta"⁵², poiché non direttamente riconducibile a un afflusso di mezzi monetari (bensì mancato esborso relativo, ad esempio, all'acquisto di materie prime, merci), ed "elastica", in quanto strettamente correlata all'attività produttiva e quindi alle esigenze di produzione e vendita. A quest'ultimo proposito, infatti, il ciclo acquisti e vendite, da cui derivano pagamenti e incassi, individua nel debito commerciale una delle determinanti per la migliore sincronizzazione tra impieghi e fonti in relazione alla dimensione, alla natura e alla durata del fabbisogno medesimo. A titolo esemplificativo e non esaustivo, il mancato incasso per una vendita eseguita (credito concesso) dovrebbe trovare adeguata copertura e coerenza cronologica con il mancato esborso per l'acquisto di fattori produttivi (debito ottenuto).

Tra le variabili esogene che potrebbero influenzare la dimensione e la durata del debito commerciale, possono essere considerate il potere contrattuale nei confronti del fornitore, il posizionamento nel settore di riferimento (ad esempio in termini di quota di mercato), nonché l'andamento complessivo del mercato. A titolo esemplificativo, in un periodo di congiuntura del mercato sfavorevole per il venditore, l'acquirente, che fa richiesta del debito commerciale, sarà agevolato nelle proprie pretese. Effetto opposto si verificherebbe qualora si dovesse registrare una elevata domanda del prodotto e/o del servizio.

In aggiunta a ciò, tra le variabili esogene, ricordiamo anche la valutazione del costo opportunità, secondo cui il mancato esborso finanziario relativo al ritardo nel pagamento, potrebbe favorire l'impiego dei mezzi monetari in investimenti alternativi che dovrebbero generare proventi finanziari. Naturalmente, quest'ultima dinamica andrebbe analizzata mettendo a confronto il costo del debito commerciale rispetto al tasso di interesse degli investimenti finanziari alternativi. Infatti, al verificarsi di un'impennata del saggio di interesse di finanziamenti, ad esempio bancari, l'impresa tenderà di ottenere quanto più credito possibile unito all'allungamento del momento del pagamento, migliorando le possibilità di efficiente allocazione delle risorse finanziarie.

In merito alle variabili endogene, invece, oltre alle esigenze di carattere operativo, quale potrebbe essere la durata del ciclo produttivo, influenzano la dimensione del debito anche decisioni di carattere strategico come, ad esempio, le scelte di *make or buy*. In quest'ultima circostanza, infatti, trasferendo il ciclo produttivo o fasi di esso all'esterno, si potrebbe registrare un miglioramento in termini di durata e dimensione del debito relativo a un rapporto con un unico fornitore rispetto all'interazione con più fornitori. Rientrano tra le variabili endogene, oltre alla durata del ciclo produttivo, la capacità di accesso al credito, nonché la lunghezza del canale distributivo che condiziona l'incremento del ricorso al debito da parte di tutti gli attori coinvolti.

⁵² BRUGGER G., *op. cit.*, 1991, pp. 257 e ss.

Avendo chiarito la natura “finanziaria” del debito commerciale, è opportuno pensare che, come qualunque finanziamento, abbia un costo. Si tratta di un onere “implicito”, la cui determinazione risulta piuttosto complessa, poiché ricompresa nel prezzo praticato da chi concede il finanziamento “indiretto”, vale a dire il venditore.

Provando a definire il costo “implicito”, ossia il compenso richiesto dal fornitore per la dilazione concessa, ricompreso nel prezzo di vendita, si potrebbe pensare di determinare il valore attuale del debito commerciale come segue:

$$F_0 = \frac{F_1}{(1-i)^t}$$

dove:

F_0 = finanziamento ricevuto;

F_1 = uscite finanziarie;

$(1-i)^t$ = coefficiente di attualizzazione ad un tempo t .

Fermo restando la scadenza (t), di più facile definizione poiché stabilita a contratto, il tasso di interesse indicato nel procedimento di attualizzazione dovrebbe essere determinato avendo a confronto i costi di finanziamenti simili che presentano un tasso esplicito⁵³.

Alla luce di quanto esposto, ne consegue che il compenso richiesto dal fornitore è pari a:

$$\text{Compenso per la concessione del debito} = F_1 - F_0$$

Oltre all'ipotesi appena analizzata, una situazione leggermente più complessa si registra nel caso in cui si voglia stabilire la convenienza di ricorrere al debito commerciale in presenza di uno sconto per pagamento a pronti. A questo proposito, lo sconto rappresenta il principale elemento su cui valutare il costo opportunità dell'operazione, in quanto nell'intervallo di tempo che va dal momento in cui sorge il debito (t_0) fino al momento in cui inizia il pagamento (t_1)⁵⁴ (tempo della dilazione), l'impresa acquirente ha la possibilità di utilizzare la liquidità senza subirne un costo relativo alla dilazione concessa.

Volendo esprimere il tutto con un'esemplificazione numerica, si consideri un tasso di sconto pari al 5%, nell'ipotesi in cui il pagamento avvenga a vista o comunque sia ricompreso in un brevissimo lasso di tempo su base annua, ad esempio 15gg. La durata della dilazione concessa è invece di 60gg. e il prezzo concordato è di 1.000, comprensivo quindi del premio (costo “implicito”) richiesto dal fornitore all'impresa acquirente. Pertanto, avremo⁵⁵:

$$\text{costo opportunità} = \frac{z \cdot p}{(p - z \cdot p)} \times \frac{360}{(d - s)}$$

⁵³ È bene precisare che, per una più precisa determinazione, il conteggio dovrebbe riguardare ogni singolo debito, seppur per praticità sovente si cerca definire delle classi di debito, cercando di aggregare i valori scegliendo quali criteri, ad esempio, la natura del debito, i debiti con scadenza uguale e così via.

⁵⁴ Ad esempio, un debito sorto al tempo t_0 presenta la prima scadenza dopo 30 giorni.

⁵⁵ Si veda tra gli altri, BRUGGER G., *op. cit.*, 1991, MANGATA D., *Il costo del credito indiretto di fornitura*, Giuffrè, 1983.



Dove:

z = tasso di sconto

p = prezzo di vendita

d = dilazione di pagamento

s = periodo di sconto

da cui:

$$\text{costo opportunità} = \frac{5\% * 1.000}{(1.000 - 50)} \times \frac{360}{(60 - 15)}$$

$$\text{costo opportunità} = \frac{50}{950} \times \frac{360}{45}$$

$$\text{costo opportunità} = 0,0526 \times 8,00 = 0,4208 = 42,08\%$$

Ne consegue che, prima del quindicesimo giorno, l'impresa acquirente fruirebbe dello sconto pagando 950, con un vantaggio di 50 euro, registrando un costo opportunità del 42,08% su base annua, che tradotto in guadagno è pari a 1,11 giornaliero (50/45), che rapportato ad anno risulta pari a circa 400 (1,11 x 360).

Non da ultimo, tra le considerazioni da fare e da non trascurare vi sono le valutazioni in merito all'influenza che il debito commerciale potrebbe avere sul processo di autofinanziamento, qualora quest'ultimo fosse il frutto di flussi monetari provenienti dalla gestione corrente. In buona sostanza, in presenza di un processo di autofinanziamento proprio, il debito commerciale ricoprirebbe la funzione fisiologica di finanziamento, in quanto il pagamento sarebbe garantito dalla liquidità prodotta dalla gestione corrente nel suo funzionamento ordinario. Ci troveremmo in una situazione diversa qualora il finanziamento, sotto forma di debito commerciale, richiedesse la copertura mediante il ricorso ad altre forme di debito (ad esempio quello bancario). Infatti, in quest'ultima circostanza, al costo implicito dei debiti commerciali andrebbero sommati gli oneri sostenuti per l'ottenimento di un prestito destinato alla loro copertura. In questo caso, il debito commerciale rischierebbe, quindi, di creare un circolo vizioso avente natura patologica e non più fisiologica.

Ad ogni modo, è fondamentale considerare che, indipendentemente da qualunque riflessione di carattere finanziario, l'incremento del valore dei debiti può rappresentare un segnale di allarme anche a livello di immagine dell'impresa che ne fa continua richiesta oltre determinati limiti, senza considerare i parametri "segnaletici" previsti dal nuovo Codice della crisi⁵⁶.

⁵⁶ Cfr. art. 3, commi 3 e 4, d.lgs. 12 gennaio 2019, n.14.



4.3. La gestione del capitale circolante operativo: le scorte

Le scorte⁵⁷, al pari dei crediti, rappresentano per l'impresa un impiego di risorse finanziarie⁵⁸. A tale proposito, ai fini di un'attenta analisi, più che limitarsi ai soli dati relativi alla natura delle rimanenze (come le materie prime, semilavorati prodotti finiti, e così via) o anche a quelli relativi ai costi di acquisto e al loro valore di iscrizione in bilancio⁵⁹, è opportuno soffermarsi sul concetto di trasformazione fisica, nello spazio e nel tempo, al fine di affinare lo studio sulla dinamica finanziaria e sull'impiego di risorse da parte dell'impresa⁶⁰.

Si tratta, infatti, di comprendere quali possano essere i presupposti per una gestione ottimale dell'investimento in scorte, a partire dall'analisi del processo di:

- trasformazione fisica, relativamente alle fasi realizzative di un prodotto finito;
- gestione nello spazio e nel tempo, se si considerano, rispettivamente, la collocazione del bene e/o del servizio nei luoghi e nei tempi secondo quanto richiesto dal cliente e/o consumatore finale⁶¹.

Le principali variabili che influenzano il livello delle scorte di un'impresa possono essere distinte in "interne" o "esterne"⁶².

Le prime sono direttamente correlate, ad esempio, al ciclo produttivo e alla tipologia del prodotto da realizzare. In tal senso, potrebbe essere utile considerare se trattasi di una produzione su commessa piuttosto che una produzione per il magazzino, oppure sarebbe apprezzabile conoscere il numero delle fasi di lavorazione, di attraversamento e attrezzaggio, la capacità produttiva utilizzabile⁶³, la cadenza degli ordini di vendita, l'eventuale differente dislocazione geografica delle unità di produzione, e così via.

Le determinanti esterne si soffermano, invece, principalmente sulla dinamica del mercato, sia di approvvigionamento (ad es. tempi di rifornimento, numero di fornitori, ecc.), che di sbocco con riferimento ai processi e ai tempi di distribuzione (ad es., tempi di consegna, canali distributivi, ecc.)⁶⁴.

⁵⁷ Nel proseguo del documento, verrà utilizzato come sinonimo anche il termine "rimanenze".

⁵⁸ In relazione alla gestione delle scorte di magazzino, si veda, tra gli altri, DALLOCCIO M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, 1995.

⁵⁹ Secondo criteri di valutazione quali, il costo medio ponderato, il Lifo, il Fifo, ecc.

⁶⁰ Anche in questa circostanza, per completezza espositiva, si è ritenuto di voler fare riferimento principalmente alle imprese di produzione.

⁶¹ È bene sottolineare come la trasformazione fisica, piuttosto che quella nello spazio e nel tempo, aumentando la fruibilità del prodotto, ne migliorano la sua utilità e quindi il valore che l'acquirente è disposto a sostenere.

⁶² Per ulteriori approfondimenti, BRUGGER G., *I processi produttivi. Un modello per l'analisi*, Malgrate Valsecchi, 1974.

⁶³ In particolare, per capacità produttiva "reale" deve intendersi la capacità produttiva massima al netto della capacità produttiva perduta a seguito di azioni quali attrezzaggio, cambio turno, operazioni di manutenzione ordinaria e straordinaria, ecc. La capacità produttiva "pratica" definisce il volume di vendita che il mercato ipoteticamente dovrebbe assorbire, mentre la capacità produttiva "normale" è quella stabilita dall'impresa in relazione alla sua struttura organizzativa e produttiva. Adeguare il magazzino alle necessità della capacità produttiva normale potrebbe essere alquanto opportuno. Sulla capacità produttiva, tra gli altri, con cui si definisce la capacità produttiva "reale", "pratica" e "normale", si veda CAVALIERI E., RANALLI F., *Appunti di Economia Aziendale*, Edizioni Kappa, Vol. II, 1994, pp. 378-379.

⁶⁴ Con riferimento ai mercati di sbocco, è fondamentale comprendere se l'impresa opera sul mercato con un regime di monopolio piuttosto di concorrenza e, in quest'ultimo caso, la quota di mercato.

Sia le variabili “interne” che quelle “esterne” incidono sul livello delle scorte e, più in generale, sul fabbisogno finanziario occorrente per coprire l'investimento nelle disponibilità di magazzino.

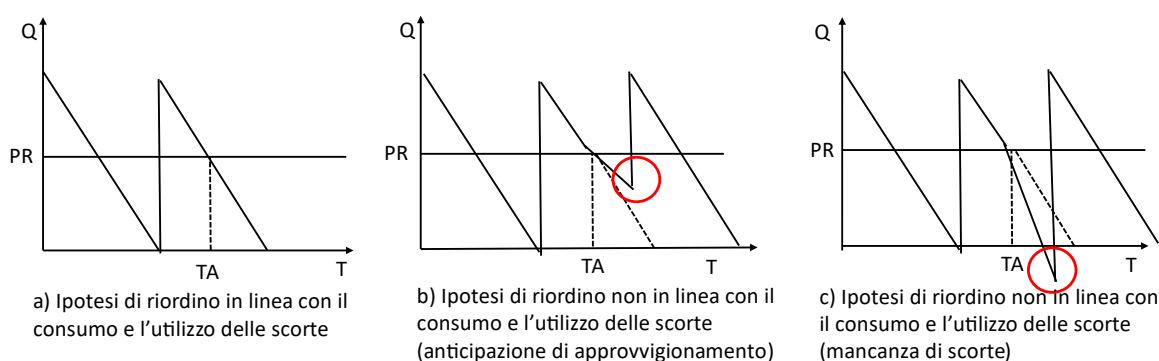
Oltre alle variabili appena descritte, il livello dell'investimento in scorte richiede un'attenta valutazione in merito alle quantità e al momento in cui effettuare l'acquisto, considerando che le scorte funzionali devono garantire il processo di:

- immagazzinamento delle materie prime o semilavorati;
- produzione dei beni, considerando anche gli eventuali tempi di attraversamento da una fase di stoccaggio / lavorazione a un'altra⁶⁵;
- stoccaggio dei prodotti finiti pronti ad essere venduti.

È doveroso ricordare che, oltre alle scorte funzionali, l'operatività aziendale è garantita anche dalle scorte di sicurezza, con cui si definisce il livello minimo di rimanenze al di sotto del quale si potrebbe correre il rischio di bloccare la continuità del processo produttivo dell'impresa⁶⁶. Pertanto, le scorte di sicurezza dipendono principalmente dall'attenzione con cui l'organizzazione riesce a programmare la produzione di beni e le relative vendite. Ne consegue la necessità, per l'impresa, di stabilire un livello minimo di scorte di sicurezza e il punto di riordino, al verificarsi del quale si dovrà provvedere a un nuovo approvvigionamento. L'obiettivo è evitare sia un riordino eccessivamente anticipato – poiché si è ancora in presenza di un residuo di scorte – sia una situazione di consumo maggiore rispetto a quello preventivato tale da intaccare le scorte di sicurezza fino a dover registrare una condizione di scorte insufficienti.

Di seguito, si propone una rappresentazione grafica dei concetti sopra esposti.

Figura 5 - Ipotesi di riordino delle scorte



PR = Punto di riordino

TA = Tempo medio di approvvigionamento

Fonte: Brugger G., *op. cit.*, p. 66.

⁶⁵ Solitamente la determinazione del quantitativo di scorta occorrente tra una fase di produzione e l'altra è effettuata moltiplicando i quantitativi medi di vendita o consumo, in relazione alla fase di lavorazione, rispetto ai tempi occorrenti tra lo stadio di lavorazione precedente e quello successivo.

⁶⁶ In questa sede tralasciamo i metodi matematici e statistici con cui andare a determinare le scorte di sicurezza.



Mentre nell'ipotesi a) l'impresa riesce a gestire in modo oculato il fabbisogno finanziario relativo alle scorte, nell'ipotesi b) si troverà a dover sopportare un maggiore esborso finanziario, senza che ciò sia giustificato da una reale esigenza di natura produttiva, bensì per un'erronea valutazione sia sul *quantum* che sui tempi di riordino. Nel caso di specie, si registra un'anticipazione temporale dell'esborso finanziario, non occorrente in quanto eseguito in modo prematuro rispetto alle reali esigenze di magazzino. Nell'ipotesi c), invece, l'impresa rischierebbe di affrontare un'interruzione della produzione con effetti sia diretti (ad esempio sulle consegne e quindi sugli incassi) che indiretti (ad esempio necessità di ripristinare in tempi rapidi le scorte acquistando a copertura delle scorte funzionali e quelle di sicurezza, anche a condizioni poco vantaggiose).

Non bisogna, inoltre, dimenticare che una programmazione non oculata degli approvvigionamenti, oltre ai costi di acquisto e di trasporto, comporta, ad esempio, anche i costi relativi al mantenimento delle scorte, costi di immagazzinamento, di trasferimento, i costi di deterioramento e obsolescenza e, non da ultimo, i costi di finanziamento, considerando il costo medio dei finanziamenti dell'impresa, il livello medio delle scorte di sicurezza, oltre all'intervallo intercorrente tra l'ingresso nel processo produttivo delle materie prime e l'uscita dei prodotti finiti.

Le considerazioni fin qui svolte evidenziano che limitarsi a determinare alcuni indici di durata o di rotazione del magazzino, non è sempre sufficiente a determinare i reali costi di gestione dei medesimi, in relazione ai quali si impegnano risorse finanziarie.

4.4. La gestione del capitale circolante operativo: gli altri crediti e debiti di natura operativa

Tra gli altri elementi di natura operativa che compongono il capitale circolante, ricordiamo in particolare:

- i debiti verso i dipendenti;
- i crediti e i debiti di natura tributaria.

4.4.1 I debiti verso i dipendenti

Parlando di debiti verso dipendenti, è bene distinguere la voce relativa al costo della retribuzione rispetto alle quote accantonate per il Trattamento di Fine Rapporto. Entrambi rappresentano una fonte di finanziamento, di cui i primi (le retribuzioni) di breve periodo, mentre le quote TFR, se non corrisposte con cadenza mensile, di medio e lungo periodo⁶⁷.

Nello specifico, i debiti verso i dipendenti per le retribuzioni maturate rappresentano una fonte di finanziamento "rigida", poiché se rapportati all'attività produttiva e alla sua programmazione non risentono delle eventuali oscillazioni, per lo meno nel breve periodo, così come accade, ad esempio,

⁶⁷ Cfr. nota 37 paragrafo 3.2.



per il costo delle rimanenze. Inoltre, avendo una scadenza mensile, il debito verso i dipendenti assume una scarsa rilevanza ai fini della determinazione del costo opportunità del capitale.

Con riferimento alle quote di accantonamento per il Trattamento di Fine rapporto, resta fermo il vantaggio finanziario che la determinazione dell'eventuale fondo TFR può garantire, considerando che per il pagamento non è prevista alcuna scadenza "predeterminata" e che il costo relativo alla dilazione è tutto sommato più basso rispetto a quello di altre forme di finanziamento. A tale proposito, secondo una prima impostazione si potrebbe considerare il TFR come un costo non monetario avente "natura finanziaria" e come tale riclassificato tra le poste del CCN finanziario. Secondo una differente visione, è possibile che il TFR venga considerato come una posta di "natura operativa" quale componente negativo di reddito

4.4.2 I crediti e i debiti di natura tributaria

Si tratta di debiti e crediti per i quali è opportuno stabilire se rientrano nella gestione operativa, ovvero in quella finanziaria. A titolo esemplificativo e non esaustivo, si pensi, nel primo caso, ai debiti e crediti tributari che scaturiscono dal risultato di esercizio della gestione aziendale⁶⁸. Potrebbero rientrare, invece, nella gestione finanziaria, i crediti derivanti da operazioni quali, ad esempio, crediti per investimenti 5.0, crediti per investimenti in zona Zes, come in precedenza evidenziato.

4.5. La gestione del capitale circolante netto finanziario: il fabbisogno finanziario di breve periodo

La gestione del capitale circolante netto finanziario ricomprende quanto sino ad ora richiamato sia rispetto al capitale circolante commerciale che a quello operativo, poiché si tratta di grandezze in esso ricompreso.

Nonostante ciò, è evidente che l'investimento in circolante merita una serie di riflessioni anche in relazione al capitale circolante finanziario. Nello specifico, bisogna comprendere quale possa essere il reale fabbisogno finanziario dell'intero investimento in circolante e quali le sue fonti di copertura⁶⁹.

In via del tutto generale, il fabbisogno di capitale circolante finanziario dovrebbe essere garantito dalla sincronizzazione dei flussi in uscita (nuovi investimenti in capitale circolante e rimborsi dei finanziamenti a breve) rispetto a quelli in entrata (ritorno in forma liquida degli investimenti e acquisizione di nuovi finanziamenti).

Il fabbisogno di capitale circolante finanziario può, inoltre, alimentarsi attraverso i flussi prodotti dalla gestione reddituale dell'impresa, oltre che grazie ai flussi di natura finanziaria quali, ad esempio, anticipo su fatture, finanziamenti a breve termine garantiti, ecc. Le variabili che possono influenzare il

⁶⁸ In linea rispetto a quanto indicato nell'OIC 10 – Rendiconto finanziario.

⁶⁹ Si veda, tra gli altri, MARZO G., SCARPINO E., "Il fabbisogno generato dal capitale circolante netto e il suo finanziamento", in *Amministrazione e Finanza*, n. 10/2023.



fabbisogno di circolante netto finanziario sono sostanzialmente i tassi medi praticati, il rischio di rinnovo delle operazioni di finanziamento a breve e il rischio di mancato incasso dei crediti.

Analizzando l'andamento dei tassi medi praticati, è opportuno considerare che, al crescere dei tassi di interesse, gli effetti che si potrebbero ravvisare non sono solo di natura finanziaria (aumento del costo del capitale di prestito), ma anche di natura reddituale. Non si può sottovalutare, infatti che, all'aumentare degli oneri finanziari, l'impresa con molta probabilità dovrà registrare una riduzione della redditività e dei margini complessivi, con effetti anche sul processo di autofinanziamento. È salva l'ipotesi in cui la realtà aziendale, ad esempio, sia nelle condizioni di incrementare il prezzo di vendita senza dover abbinare una politica commerciale aggressiva per il mantenimento della propria quota di mercato. In altri termini, se l'impresa riuscisse ad aumentare i prezzi (e i conseguenti ricavi unitari), mantenendo costanti le vendite e senza per questo motivo sostenerle con politiche di credito espansive, potrebbe garantirsi un maggiore flusso in entrata tale da far fronte all'aumento del costo dei finanziamenti di breve periodo.

Oltre ai tassi di interesse, un'altra problematica relativa alla gestione del capitale circolante finanziario è data dal rischio di rinnovo del finanziamento giunto a scadenza. Infatti, non è sempre scontata la fase del rinnovo delle operazioni di finanziamento a breve, a maggior ragione se l'impresa non riesce a dimostrare la propria solvibilità finanziaria di breve termine e un'adeguata solidità patrimoniale di medio e lungo periodo, oltre alle sue condizioni di stabilità reddituale. A questo proposito, è doveroso un breve richiamo alle indicazioni riportate nel documento *"Guidelines on Loan and Monitoring"* (LOM), redatto dall'*European Banking Authority* (EBA) - ABE/GL/2020/06, in base al quale, come in precedenza evidenziato, il focus del sistema bancario nella valutazione del rischio di credito si è spostato:

- dalla mera valutazione del rating, con un orizzonte temporale di 12 mesi, a una valutazione di tipo strategico, quindi di medio e lungo periodo;
- da una valutazione focalizzata sulle garanzie a presidio del credito a un'analisi sulla validità progettuale delle iniziative realizzate dall'azienda, all'interno della quale comprendere l'efficacia degli investimenti per cui l'impresa richiede mezzi finanziari, ovvero la valutazione della capacità prospettica di rimborso dei relativi finanziamenti.

Ciò vuol dire che l'impresa deve fornire, al sistema bancario, delle informazioni che permettano di effettuare una valutazione in un'ottica previsionale, rifacendosi a potenzialità reddituali dell'impresa sia nel breve periodo (budget economico), che con riferimento al medio e lungo termine (documento di pianificazione economica), come accennato in precedenza. Un approccio, quest'ultimo, che vuol evidenziare come la capacità reddituale dell'impresa possa essere il presupposto per generare flussi finanziari da impiegare per il rimborso di finanziamenti.

Unitamente al tasso di interesse e al mancato rinnovo, non da ultimo, è opportuno prestare attenzione anche al rischio di mancato incasso di posizioni creditorie da parte delle imprese, tale da rendere difficoltoso il rimborso del debito a breve. Il tutto potrebbe comportare il ricorso a finanziamenti a medio e lungo termine per risolvere un problema di illiquidità, con il rischio di pensare a una riorganizzazione dei flussi finanziari dell'impresa, non considerando adeguatamente la correlazione temporale tra fonti e impieghi in precedenza menzionata. Si tratta, in altri termini, di verificare se il ricorso al debito a medio-



lungo termine costituisca una soluzione temporanea per coprire un'esigenza di liquidità di breve, ovvero rappresenti un *modus operandi* costante dell'impresa. Detto ciò, in merito al fabbisogno di circolante, le dinamiche fin qui analizzate potrebbero essere rappresentate come segue:

Tabella 3 - Rappresentazione del fabbisogno finanziario distinto in base alle configurazioni di CCN

	Voci	% sul totale (incidenza delle singole voci sul fabbisogno complessivo)
+	Investimenti in scorte liquide	
+	Investimenti in crediti commerciali	
+	Rimborsi debiti commerciali	
=	FABBISOGNO CCN COMMERCIALE (A)	
+	Investimenti in scorte di magazzino	
+	Investimenti in crediti dell'area operativa (ad esempio, crediti tributari, crediti verso società controllate e collegate, anticipo a fornitori, ecc.)	
+	Rimborsi debiti dell'area operativa (ad esempio pagamento dei debiti verso dipendenti, debiti verso controllate e collegate, debiti tributari, ecc.)	
=	FABBISOGNO CCN OPERATIVO (B)	
+	Investimenti in crediti dell'area finanziaria (crediti finanziari verso collegate, controllate, crediti tributari avente natura finanziaria,	
+	Rimborsi di debiti finanziari (ad esempio, debiti autoliquidanti, quota di debiti di media e lunga scadenza, ecc.)	
=	FABBISOGNO CCN FINANZIARIO (C)	
=	FABBISOGNO TOTALE DI CAPITALE CIRCOLANTE (A+B+C)	

Stabilire quali possano essere le esigenze di copertura relative al fabbisogno connesso agli investimenti (o impieghi) in capitale circolante e identificare l'incidenza di ciascuna classe sul totale, può essere un utile strumento di verifica dell'andamento finanziario dell'impresa, per ricercare la forma di finanziamento più adeguata a copertura delle esigenze delle differenti configurazioni di capitale circolante, nel rispetto del principio di adeguata correlazione impieghi-fonti.

5. Conclusioni

L'attenzione che le imprese devono rivolgere alla gestione della liquidità, anche in funzione della difficoltà di accesso al credito, non può prescindere da una valutazione di quella classe di investimenti che prima di altri, da un punto di vista temporale, dovrebbe trasformarsi in flussi di cassa.

Si tratta di soffermarsi sulle dinamiche del capitale circolante netto, che deve essere indagato nella sua unitarietà e complessità, tenendo conto delle diverse voci che lo compongono e che riguardano sia gli impieghi (attività) che le fonti (passività) di breve periodo. Un capitale circolante "potenzialmente"



positivo è espressione di una solvibilità dell'impresa che può generare risorse finanziarie, laddove un capitale circolante netto negativo potrebbe richiedere una copertura finanziaria attraverso altre fonti⁷⁰.

Il capitale circolante e il fabbisogno allo stesso correlato richiedono innanzitutto un'attenta analisi delle dinamiche reddituali e dell'equilibrio economico, da cui derivano. Un'impresa che non genera reddito soddisfacente, sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo, attraverso il circuito economico, rischia di non riuscire ad alimentare il suo circuito finanziario e monetario.

Da ciò emerge la necessità di non limitarsi a determinare alcuni indicatori ed indici, quali quelli di durata e di rotazione, attesa l'esigenza di approfondire le reali dinamiche alla base delle scelte operative e strategiche relative alla gestione del capitale circolante.

Molto spesso, infatti, potrebbe sfuggire il reale costo del fabbisogno finanziario riconducibile alle poste ricomprese nel capitale circolante, tanto da avviare un processo decisionale non coerente con le reali esigenze finanziarie della realtà aziendale, tralasciando, altresì, gli effetti che si potrebbero generare in termini di insolvenza.

A ciò si aggiunga che il capitale circolante va interpretato in un contesto più ampio rispetto a quello di breve termine, considerando gli effetti che le decisioni in merito alla sua gestione potrebbero produrre sulla solvibilità dell'impresa, da verificare anche alla luce delle previsioni del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Non bisogna, infatti, trascurare le conseguenze che una scelta relativa a una voce del capitale circolante (ad esempio il livello delle scorte di sicurezza, piuttosto che un'erronea dilazione di incasso) può produrre sull'equilibrio finanziario, in termini di solidità patrimoniale e indebitamento aziendale.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte, può rivelarsi fondamentale l'intervento di una figura – come quella del Commercialista – che, grazie alle sue competenze in materia di *corporate finance*, analisi di bilancio e controllo di gestione, guidi l'azienda nel realizzare una gestione del capitale circolante corretta ed efficiente, che consenta di creare valore e migliorare le performance economico-finanziarie anche nel medio e lungo termine.

⁷⁰ Il termine "potenziale" è riconducibile all'analisi delle voci che compongono il capitale circolante netto. Ad esempio, crediti in sofferenza o un magazzino che non ruota, seppur contribuiscano a migliorare il risultato del capitale circolante da un punto di vista numerico, non rappresentano variabili rassicuranti ai fini della liquidabilità degli investimenti aziendali.



Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti E.T.S.
Piazza della Repubblica, 68 00185 Roma