

# CONSIDERAZIONI SU ALCUNI INDICATORI DELLA SOLVIBILITÀ A BREVE DELLE IMPRESE

di *Francesco Ranalli, Antonio Chirico*

## 1. Premessa

L'equilibrio finanziario rappresenta una delle ineludibili condizioni cui devono soggiacere tutte le organizzazioni produttive per poter adempiere alla loro irrinunciabile funzione di creazione del valore ed assicurare una congrua remunerazione di tutti i fattori impiegati nel processo produttivo.

L'apprezzamento della solvibilità dell'impresa nel breve periodo richiede la verifica della tendenziale capacità della stessa di far fronte agli impegni finanziari in scadenza con le risorse generate dallo svolgimento dei processi produttivi, senza bisogno di ricorrere ad altre fonti di finanziamento o di ridurre i suoi investimenti.

Scopo del presente lavoro è quello di analizzare i principali indicatori della solvibilità di breve – posizione finanziaria netta a breve (PFNb), capitale circolante netto finanziario (CCNF), margine di tesoreria (MT) e indici correlativi – al fine di verificarne potenzialità e limiti segnaletici e di comprendere le ragioni che tendono a favorire il ricorso alla PFnB a scapito degli altri indicatori più tradizionali.

A tal fine, l'analisi viene articolata come segue. Dapprima ci occuperemo della definizione e delle modalità di calcolo della PFnB che configura un modello di analisi basato sul confronto tra tale grandezza ed il cash flow generato dall'impresa attraverso lo svolgimento dei suoi processi produttivi. Quindi, procederemo ad un'analisi critica dei principali indicatori di liquidità che tradizionalmente vengono utilizzati per comprendere il grado di solvibilità dell'impresa nel breve periodo.

Infine, cercheremo di chiarire i motivi per cui il modello basato sulla PFnB appare più efficace di quello basato sugli indicatori di liquidità nel consentire l'apprezzamento del grado di solvibilità dell'impresa.

Ci sembra opportuno segnalare i limiti del presente lavoro. Nel suo svolgimento, esso non considera le connessioni tra la situazione finanziaria a breve e quella a medio e lungo termine e tra queste e la situazione competitiva e reddituale dell'impresa. Inoltre, l'analisi si concentra sulle situazioni problematiche, tralasciando di considerare i casi in cui l'interpretazione degli

indicatori è facilitata da situazioni chiare, sia in senso positivo (elevata liquidità; PFNb positiva, etc.) che in senso negativo (flusso CCN e di cash flow che assorbono risorse, piuttosto che liberarne). Non si tiene conto, peraltro, dell'esigenza di mediare l'analisi della capacità di rimborsare i debiti a breve con quella di disporre, simultaneamente, delle risorse necessarie a:

- 1) finanziare gli investimenti strutturali che, nel breve periodo, l'azienda deve porre in essere, per mantenere, ampliare o, eventualmente, recuperare la sua competitività nei mercati in cui opera;
- 2) erogare congrui dividendi ai soci per mantenere inalterata o potenziare la sua capacità di attrarre risorse dal mercato dei capitali ed evitare possibili scalate ostili.

Tali analisi rappresenterebbero il naturale approfondimento della nostra e sarebbero in grado di fornire un quadro informativo più ampio ed esauriente in cui inserire le nostre considerazioni.

## 2. Definizione e modalità di calcolo della PFN a breve

Il punto in oggetto è quello che pone meno problemi nel senso che la dottrina economico-aziendale e la prassi, tramite i contributi forniti da alcuni importanti organismi quali ESMA<sup>1</sup>, CONSOB<sup>2</sup>, ASSONIME, ASSIREVI<sup>3</sup>, CNDCEC<sup>4</sup>, OIC<sup>5</sup>, hanno definito chiaramente la PFN, e quindi la PFNb, e fornito schemi per un agevole calcolo della stessa<sup>6</sup>. In proposito, la posizione finanziaria netta, normalmente, quantifica l'indebitamento netto dell'impresa e, in quanto tale, rappresenta, insieme al capitale di proprietà, una fonte

<sup>1</sup> Cfr. Raccomandazione del CESR (*Committee of European Securities Regulators*, dal 1° gennaio 2011 ESMA – *European Securities and Markets Authority*) del 10 febbraio 2005 e, più recentemente, l'Orientamento 32-382-1138 ESMA del 4 marzo 2021.

<sup>2</sup> Cfr. Comunicazione CONSOB DEM/6064293 del 28 luglio 2006 e il recente Richiamo di attenzione n. 5/21 del 29 aprile 2021.

<sup>3</sup> Cfr. ASSIREVI, Documento di ricerca n. 137, *Indicatori alternativi di performance*, giugno 2009, par. 2b.

<sup>4</sup> Cfr. CNDEC, *Nozione di EBITDA e Posizione Finanziaria (PFN) per fini valutativi e negoziali* del marzo 2024. L'IRDEC ha emanato nel tempo alcuni documenti sul tema della PFN: il Documento n. 1 del 2008 sulla relazione della gestione e gli indicatori alternativi da considerare al suo interno, il Documento n. 22 dell'ottobre 2013 sulle modalità di calcolo della PFN e il Documento del 15/9/2015 sulla PFN quale indicatore alternativo di performance.

<sup>5</sup> Cfr. OIC 6 "Ristrutturazione del debito" del luglio 2011 poi abrogato dall'OIC 19 nel 2017.

<sup>6</sup> Per una efficace descrizione dei vari schemi di PFN utilizzati nella prassi si consultino, tra gli altri, C. Teodori, *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 2022, pp. 166-171; P. Pisoni, A. Devalle, *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2013, pp. 90-92; M. Allegrini, S. Ferramosca, *Analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2022, pp. 101-103.

di copertura del complessivo fabbisogno di capitale riveniente dagli investimenti in essere<sup>7</sup>.

Essa è, in ogni caso, un indicatore sintetico, un margine o un divario, che scaturisce dalla differenza tra le attività finanziarie liquide e prontamente liquidabili e le passività finanziarie, siano esse di breve o di medio/lungo periodo<sup>8</sup>.

La *ratio* sottesa alla sua determinazione è quella di depurare investimenti e fonti di copertura degli stessi da tutte quelle componenti che sono precipuamente riferibili alla gestione operativa dell'impresa a agli investimenti finanziari connessi a tale attività, per soffermarsi sulle attività e passività specificamente finanziarie e determinare, in tal modo, il saldo netto (esposizione o surplus) nei confronti del sistema finanziario<sup>9</sup>.

La base di partenza per giungere alla sua conveniente determinazione è rappresentata dalla riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale<sup>10</sup> basato su un approccio di tipo “compensativo” tra attività e passività aventi la stessa natura e destinazione.

<sup>7</sup> In argomento, tra gli altri: AA.VV., *Strumenti per il controllo di gestione* (a cura di G. Melis), Giuffrè, Milano, 2013, pp. 40-41; C. Teodori, op. cit., pp. 100-103; M. Fazzini, *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2020, pp. 36-40; U. Sòstero et al., *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2021, pp. 53-68; G. Paolucci, *Analisi di bilancio e finanziaria*, FrancoAngeli, Milano, 2021, pp. 80-87; F. Giunta, M. Pisani, *L'analisi del bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, 2016, pp. 305-311; P. Pisoni, A. Devalle, op. cit., pp. 81-88.

<sup>8</sup> La PFN è frequentemente menzionata come un “indicatore alternativo di performance” con l'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), i *cash flow*, cioè quegli indicatori che derivano la loro costruzione da specifiche voci desumibili dai bilanci all'uopo riclassificati.

<sup>9</sup> Sulla definizione di PFN si vedano, tra gli altri: C. Teodori, *Analisi di bilancio*, op. cit., pp. 164-165; AA.VV., *Strumenti per il controllo di gestione* (a cura di G. Melis), op. cit., 2013, p. 91; P. Pisoni, A. Devalle, op. cit., p. 89; F. Giunta, M. Pisani, op. cit., p. 315; M. Fazzini, op. cit., p. 43; M. Allegrini, S. Ferramosca, *Analisi di bilancio*, op. cit., p. 90; I. Facchinetti, *Le analisi di bilancio*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, p. 97; M. Pizzo, *La posizione finanziaria netta nella dottrina e nella prassi contabile: brevi note*, in *Economia Aziendale e Management. Scritti in onore di Vittorio Coda*, Egea, Milano, 2010, pp. 583-592; A. Mechelli, *Il rendiconto finanziario consolidato*, Cedam, Padova, 2008, p. 107. Con riferimento all'utilizzo della PFN per il calcolo del valore economico del capitale tramite metodi *asset side* si consultino, tra gli altri, L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 14; L. Guatri, M. Bini, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007, p. 109.

<sup>10</sup> Si vedano, tra gli altri: M. Massari, *Gli strumenti per le analisi finanziarie*, in AA.VV., *Trattato di finanza aziendale* (a cura di G. Pivato), FrancoAngeli, Milano, 1983, pp. 615-627; G. Brunetti, *Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio*, in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano, 1990, p. 10; C. Caramiello et al., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2003, pp. 321-327; C. Teodori, op. cit., p. 102; P. Pisoni, A. Devalle, op. cit., pp. 83 e ss.; U. Sòstero et al., op. cit., p. 30; M. Allegrini, S. Ferramosca, *Analisi di bilancio*, op. cit., pp. 65 e ss.; G. Paolucci, op. cit., p. 80.

La PFN può essere calcolata facendo riferimento a tre diverse configurazioni: PFN a breve, PFN a medio/lungo termine, PFN complessiva.

Il *focus* sui soli valori finanziari recuperabili/esigibili entro 12 mesi permette di calcolare una PFNb, come differenza tra attività finanziarie prontamente liquidabili e passività finanziarie a breve.

Per attività finanziarie liquide e prontamente liquidabili s'intendono sostanzialmente: cassa e banca, titoli di stato, altri titoli (purché facilmente monetizzabili) detenuti per finalità di *trading*<sup>11</sup>.

Le passività finanziarie a breve considerano, invece: debiti finanziari verso controllate, collegate, controllanti, debiti verso le banche, debiti di factoring, debiti per parte corrente di finanziamenti, leasing, anticipazioni bancarie, ratei, risconti passivi relativi a poste di natura finanziaria, etc.

Allo stesso modo, osservando i valori finanziari a medio e lungo termine, sarà possibile calcolare la PFN di medio/lungo periodo data dalla differenza tra crediti di finanziamento e altre attività a M/L termine – di cui si discute circa la loro inclusione nell'aggregato in esame – da un lato, e debiti finanziari con analoga scadenza dall'altro. La PFN complessiva sarà pari alla somma delle due precedenti.

La definizione di PFNb, quindi, è alquanto agevole<sup>12</sup>: essa individua le risorse nette disponibili dopo la copertura dell'indebitamento finanziario a breve (PFN positiva) oppure l'indebitamento netto a breve da coprire dopo l'utilizzo di tali risorse (PFN negativa).

La definizione di PFN a medio/lungo termine, invece, presenta alcune criticità legate all'inclusione o meno di titoli e crediti di finanziamento esigibili oltre i dodici mesi classificati tra le immobilizzazioni finanziarie. Tali valori andrebbero suddivisi in due componenti. Quelli collegati all'attivo operativo andrebbero considerati investimenti strutturali, mentre quelli liberi da tale vincolo e quindi reversibili, cioè smobilizzabili in caso di necessità, potrebbero essere inclusi nella PFN di medio/lungo termine di II livello<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> È possibile aggiungere alla attività finanziarie prontamente liquidabili, le attività finanziarie liquidabili tra 3 e 12 mesi (crediti di finanziamento verso controllate, collegate e controllanti, titoli) determinando in tal modo una PFN a breve di II livello, distinta da quella sopra indicata, definibile di I livello. Cfr. Documento n. 22 dell'IRDEC, pp. 7-8. In argomento anche M. Allegrini, S. Ferramosca, op. cit., p. 93.

<sup>12</sup> Semmai, occorre sottolineare le diverse convenzioni adottate per definire il segno della PFN (PFN negativa o positiva, a debito o a credito, positiva con segno Dare o negativa con segno Avere). Sul punto cfr. C. Teodori, op. cit., pp. 166 e ss.; U. Sòstero et al., op. cit., p. 61; M. Fazzini, op. cit., p. 45; M. Allegrini, S. Ferramosca, *Analisi di bilancio*, op. cit., pp. 98-99. Si veda anche G. Paolucci, op. cit., p. 85.

<sup>13</sup> Sul tema si vedano, tra gli altri, G. Brunetti, op. cit., pp. 9-10; R. D'Alessio, *L'analisi dei margini*, in V. Antonelli, R. D'Alessio, V. Dell'Atti, *Analisi di bilancio e Basilea 2*, Ipsoa, Milano, 2007, p. 159; M. Pizzo, op. cit., pp. 586-588; A. Mechelli, op. cit., p. 109.

### 3. Analisi critica della capacità segnaletica degli indicatori di liquidità

Dopo aver analizzato le caratteristiche peculiari della PFNb, affrontiamo ora le problematiche connesse alla capacità segnaletica degli indicatori di liquidità, con particolare riferimento al CCNF, al MT e ai correlativi indici (rapporto corrente e indice di liquidità). Questi traggono origine da uno schema di stato patrimoniale riclassificato in base al tempo di recupero dei suoi investimenti e di esigibilità dei suoi finanziamenti.

Il CCNF, calcolato come differenza tra attivo recuperabile a breve e passivo esigibile a breve, *“appare in un dato istante, come il risultato del flusso netto previsto deducendo dai valori delle attività realizzabili in numerario entro un dato periodo (di solito l’anno) quelli delle passività da estinguere entro il periodo medesimo”*<sup>14</sup>.

L’attivo a breve è formato da investimenti, sia di natura operativa che finanziaria, recuperabili entro un anno. In relazione al loro grado di liquidità essi possono essere distinti in: liquidità immediate, liquidità differite e scorte di materie prime e prodotti.

Le liquidità immediate riguardano le disponibilità liquide e le attività finanziarie prontamente liquidabili, mentre quelle differite sono formate da titoli disponibili e crediti, sia operativi che finanziari, recuperabili a breve.

Anche il passivo a breve risulta formato da debiti, sia operativi che finanziari, scadenti a breve.

In linea generale, si ritiene che, una sostanziale correlazione tra attivo recuperabile a breve e passivo esigibile a breve, segni un punto di equilibrio finanziario a breve e, di conseguenza, il limite minimo che consente di considerare l’impresa solvibile nel breve periodo. Pertanto, è opinione molto diffusa che un margine positivo o un indice superiore all’unità consentano di considerare l’azienda solvibile nel breve periodo.

Il rapporto corrente o indice di disponibilità (attivo a breve/passivo a breve) si limita a relativizzare tale legame ed a renderlo più confrontabile nella sua evoluzione dinamica e nel confronto con altre imprese, per cui un suo valore superiore all’unità è da considerare alla stessa stregua del margine positivo.

La maggiore complessità e durata della trasformazione delle scorte in liquidità<sup>15</sup>, in specie di quelle di materie prime, fa poi propendere per il ricorso

<sup>14</sup> Cfr. M. Cattaneo, *Analisi finanziaria e di bilancio*, Etas Libri, Milano, 1983, p. 67.

<sup>15</sup> *“Un valore elevato del CCNF può nascere da ingenti valori di AC difficilmente liquidabili, quantomeno nel breve termine. Il problema si pone soprattutto per le rimanenze di magazzino. La loro liquidabilità, infatti, dipende largamente dalle dinamiche di mercato. Pertanto,*

ad un parametro più circoscritto che, non considerando – se non eventualmente in un secondo momento – la parte più illiquida delle attività recuperabili a breve, sposta l’ottica di osservazione soltanto sulle attività finanziarie a breve, escludendo dal computo le scorte. In tal modo, si vengono a configurare il MT ed il correlativo indice di liquidità. Il primo è formato dalla differenza tra le liquidità (immediate e differite) ed il passivo esigibile a breve; il secondo dal loro rapporto.

Di fronte ad un MT positivo o a un indice di liquidità superiore all’unità, il giudizio sulla solvibilità a breve dell’azienda risulta più agevole. In caso di valori leggermente deficitari si dovrebbe procedere, invece, ad un approfondimento dell’analisi, volta a verificare se le scorte sono in grado di liberare le risorse per riportare quegli indicatori in equilibrio, oppure se si deve prendere atto delle difficoltà a soddisfare gli impegni a breve e adottare gli opportuni provvedimenti.

Al fine di verificare la validità delle affermazioni sopra riportate, ci sembra opportuno effettuare un confronto tra CCNF e PFNb da un lato e tra MT e PFNb dall’altro.

La principale differenza tra CCNF e PFNb è che quest’ultima non considera, da un lato, i crediti ed i debiti operativi a breve e le scorte di materie prime e prodotti e, dall’altro lato, le altre attività finanziarie disponibili (titoli e parti in scadenza di crediti di finanziamento), se non ad un secondo livello di analisi. Al contrario, le altre grandezze (disponibilità liquide, attività finanziarie prontamente liquidabili e passività finanziarie a breve) sono presenti in ambedue i margini.

La principale differenza tra PFNb e MT consiste, invece, nel fatto che la prima non considera crediti e debiti operativi a breve, nonché le altre attività finanziarie disponibili, mentre le altre grandezze (disponibilità liquide e attività finanziarie facilmente liquidabili e passività finanziarie a breve) sono presenti in ambedue i margini<sup>16</sup>.

Le considerazioni appena svolte consentono di suddividere il CCNF in due componenti: Capitale circolante netto operativo (CCNO) e PFN a breve.

La PFN a breve è stata esaminata nel paragrafo precedente, cui rinviamo. Nel prosieguo faremo riferimento alla sua versione ristretta (I° livello), considerando le eventuali attività finanziarie disponibili come una sorta di riserva di liquidità cui attingere in caso di necessità.

*un’impresa il cui magazzino (ma anche i cui crediti) fosse di fatto immobilizzato, presenterebbe un CCNf positivo, evidenziando la liquidità che in concreto manca, proprio perché i valori delle AC non sono prontamente convertibili in entrate monetarie”. Cfr. Giunta F., Pisani M., op. cit., p. 615.*

<sup>16</sup> Tali valori sono, invece, inclusi nel calcolo della PFNb di II livello. Cfr., *supra*, nota 11.

Il CCNO è formato dal CCL operativo (crediti operativi e scorte) al netto dei debiti operativi.

Le scorte, i crediti e i debiti operativi traggono la loro principale caratteristica dall'essere strettamente avvinti ai processi produttivi<sup>17</sup>.

Al fine di indagare il contributo che la gestione del CCNO è in grado di fornire nell'apprezzamento della solvibilità a breve, appare opportuno suddividere tale grandezza in due parti: una parte fisiologica, formata dalla somma delle componenti fisiologiche di scorte, crediti e debiti operativi, ed una contingente o temporanea, formata dalle parti eccedenti di tali valori.

La parte fisiologica di scorte e crediti operativi riguarda il livello minimo degli stessi necessario ad evitare rischi di contraccolpi negativi sull'economia dell'impresa.

Tali investimenti sono strettamente legati allo svolgimento dei processi produttivi e il loro importo dipende dalle caratteristiche di questi e dall'esigenza di consentire un loro fluido divenire, nonché dalle condizioni in cui normalmente avvengono le transazioni nei mercati di sbocco e di approvvigionamento in cui le stesse operano.

Al di sotto dei livelli fisiologici si avrebbero, infatti, difficoltà nella produzione o nella vendita dei prodotti, che sicuramente si ripercuoterebbero in modo negativo sul fatturato e, più in generale, sull'economia dell'impresa.

Gli investimenti in oggetto, a mano a mano che vengono recuperati monetariamente, vengono sostituiti da altri equivalenti. Tale discorso vale per le scorte che, a mano a mano che vengono, direttamente o indirettamente, recuperate, attraverso il conseguimento di ricavi nella loro veste monetaria, vengono sostituite da altre scorte, nel frattempo acquistate o prodotte. Lo stesso vale per i crediti operativi che, a mano a mano che vengono incassati, sono sostituiti da altri crediti nel frattempo concessi. In definitiva, per quanto riguarda la componente fisiologica di scorte e crediti operativi, si assiste ad un loro continuo rinnovarsi che vincola nella loro destinazione le somme necessarie e, di conseguenza, non consente di fare affidamento sulle stesse per far fronte agli impegni finanziari in scadenza.

Allo stesso modo i debiti operativi fisiologici, pur esigendo risorse nel breve periodo per essere pagati, vengono sostituiti da altri debiti nel frattempo maturati su altre forniture. Pertanto, a parità di condizioni, il loro livello per-

<sup>17</sup> Nel calcolo di questa grandezza non si tiene conto di eventuali crediti derivanti da vendite a rate o in contenzioso, di eventuali scorte di difficile utilizzo o lentissimo recupero, di debiti operativi in contenzioso che, in un qualche modo, hanno mutato la loro natura e vanno considerati crediti o debiti di finanziamento ovvero valori immobilizzati/consolidati che seguono, pertanto, le vicende di quest'ultimo tipo di valori.

mane, sostanzialmente immutato, contribuendo ad una copertura stabile del fabbisogno finanziario generato dallo svolgimento del processo produttivo.

La differenza tra le componenti fisiologiche di crediti operativi, scorte e debiti operativi origina il CCNO fisiologico (CCNO<sub>f</sub>) che, pur nel continuo rinnovarsi delle sue componenti, se positivo, rappresenta un investimento netto immobilizzato, che genera un fabbisogno finanziario durevole stabile da coprire con fonti di finanziamento permanenti (in particolare, capitale di proprietà); mentre, se negativo, offre una copertura durevole del fabbisogno finanziario aziendale che va ad influenzare gli equilibri finanziari di lungo periodo.

Per tali ragioni, il CCNO<sub>f</sub> non è in grado di contribuire alla definizione delle condizioni di solvibilità dell'impresa nel breve periodo. Su tale grandezza, infatti, non è possibile fare alcun affidamento per la copertura degli impegni a breve. Utilizzare tali risorse senza ricostituirle, implicherebbe una compressione del CCNO<sub>f</sub> che avrebbe effetti negativi sull'economia dell'impresa. Semmai, attraverso un miglior controllo dei suoi elementi, e il conseguente miglioramento dei loro indici di rotazione, si potrebbe contenerne il livello, trasformando in liquidità la parte così liberata.

Analoghe considerazioni possono essere svolte se si considerano soltanto i crediti e i debiti operativi, come avviene nel calcolo del MT. Poiché le basi su cui maturano tali valori sono diverse, come diversi possono essere i tempi di dilazione, la loro somma algebrica può condurre a saldi positivi o negativi che, in ogni caso, per la loro componente fisiologica, non possono essere considerati ai fini dell'equilibrio finanziario di breve periodo.

Occorre rilevare, inoltre, che, quanto appena affermato, si attaglia perfettamente ad imprese che attuano produzioni sostanzialmente stabili nel tempo. Mentre, se si fa riferimento ad aziende con forti elementi di stagionalità di produzione e vendite, il CCNO<sub>f</sub> può essere scomposto in una parte stabile e in una parte variabile<sup>18</sup>. La parte stabile è formata da risorse che risultano vincolate nella loro destinazione, mentre le risorse investite nella parte variabile tendono a mostrare un andamento fluttuante. Esse, in alcuni periodi, sono indisponibili, mentre, in altri periodi sono disponibili.

È opportuno, peraltro, evidenziare che alle componenti fisiologiche del CCNO, generalmente, si associano altri valori dovuti a scelte contingenti.

Nelle imprese, scorte, crediti e debiti operativi assumono, spesso, valori superiori rispetto ai livelli minimi fisiologici a causa di motivazioni diverse da quelle della ricerca della fluidità della produzione e delle vendite. Essi possono riguardare motivazioni particolari o congiunturali quali: opportunità di approvvigionarsi dei fattori produttivi prima di imminenti rialzi dei prezzi,

<sup>18</sup> In proposito, si veda, tra gli altri, Giunta F., Pisani M., op. cit., pp. 332-337.



attese di aumenti della domanda, volontà di attivare politiche aggressive sui mercati di sbocco, assorbimento di flessioni della domanda di mercato, etc. Tali contingenze portano ad una espansione, voluta o subita, degli investimenti in scorte e/o crediti operativi e/o dei debiti operativi rispetto ai loro livelli fisiologici.

Appare evidente che, superate le contingenze o comunque in caso di necessità, le risorse investite temporaneamente in scorte e crediti operativi, una volta recuperate, possono essere destinate altrove.

Tali investimenti, al pari della eventuale parte fluttuante del CCNO<sub>f</sub>, sono temporanei e rappresentano disponibilità in senso stretto<sup>19</sup>, mentre la componente dei debiti operativi eccedente la parte fisiologica copre, soltanto temporaneamente, il fabbisogno finanziario dell'impresa e, terminata la contingenza, è destinata a non fornire più tale copertura.

Ne consegue che la componente temporanea del CCNO (CCNO<sub>t</sub>), se positiva, può essere considerata nel fronteggiamento degli impegni finanziari a breve, mentre, se è negativa, è da aggiungere agli impegni finanziari da soddisfare a breve.

Pertanto, per definire le risorse su cui l'azienda può fare affidamento nel breve periodo, l'importo del CCNO<sub>t</sub> stabile può essere sommato algebricamente alle altre attività finanziarie disponibili. In tal modo, l'impresa può disporre di una sorta di *buffer* di liquidità differita (BL<sub>d</sub>) utilizzabile per la copertura dell'indebitamento netto a breve.

La considerazione di questo *buffer* consente di definire i valori fisiologici del CCNF e del MT che potrebbero garantire la solvibilità dell'azienda nel breve periodo.

In proposito, affinché ci sia una correlazione adeguata tra risorse generate dall'attivo a breve e risorse assorbite dal passivo a breve, il CCNF deve assumere un valore positivo, almeno pari all'importo del CCNO<sub>f</sub> stabile. Questo equivale a dire che deve verificarsi una corrispondenza tra BL<sub>d</sub> e PFN<sub>b</sub>. In caso di CCNO<sub>f</sub> stabile negativo, occorrerà tener conto che l'impresa sarà pur sempre in grado di onorare i propri impegni, anche nei rari casi in cui il CCNF fosse negativo, purché esso sia contenuto in tale importo. In tal caso, infatti, il fabbisogno a breve verrà a ridursi proprio di tale ammontare.

Con riferimento al MT, invece, tale eccedenza dovrebbe essere pari allo sbilancio tra crediti e debiti operativi fisiologici (ovvero CCNO<sub>f</sub> – Scorte fisiologiche) e, a voler essere rigorosi, nel CCNO<sub>t</sub> non dovrebbero essere considerate le scorte eccedenti quelle fisiologiche.

<sup>19</sup> In questo senso, gli investimenti si considerano disponibili quando le risorse ad essi destinate, una volta recuperate, possono essere destinate ad altri usi, senza generare riflessi negativi sull'economia dell'impresa.

Appaiono evidenti le difficoltà interpretative e la limitata capacità segnaletica degli indicatori in oggetto, se non si tiene conto degli elementi sopra indicati che, peraltro, non sono di facile ricostruzione. Inoltre, per migliorare l'intelligibilità di tali indicatori, la loro interpretazione andrebbe integrata attraverso il loro confronto con il *cash flow* generato dalla gestione operativa.

#### **4. Brevi considerazioni di sintesi**

Giunti a questo punto, ci sembra opportuno confrontare i due tipi di indicatori che abbiamo analizzato per comprenderne meglio potenzialità e limiti.

In proposito ci sembra, innanzitutto, opportuno evidenziare che, ai fini di un corretto inquadramento della capacità informativa del CCNF e del MT, è comunque utile fare riferimento alla PFNb il cui valore è ricompreso al loro interno. Appare, altresì, importante richiamare che la principale differenza tra i due indicatori riguarda il CCNO<sub>f</sub> e il BL<sub>d</sub> (CCNO<sub>t</sub> e altre attività finanziarie disponibili).

Nel CCNF e nel MT, tali grandezze sono considerate all'interno dell'indice e ciò può comportare, soprattutto con riferimento al CCNO<sub>f</sub>, effetti distorsivi di cui è necessario, ma non facile, tener conto in sede di interpretazione. In realtà, il CCNO<sub>f</sub> non ha un ruolo significativo nella definizione delle condizioni di solvibilità a breve, mentre le componenti del BL<sub>d</sub> rivestono un ruolo complementare. La loro corretta individuazione, però, non è sempre praticabile e/o affidabile. La presenza di tali elementi tende a ripercuotersi negativamente sulla possibilità di definire in modo chiaro il livello fisiologico di solvibilità aziendale attraverso gli indicatori in oggetto.

Al contrario, con riferimento alla PFNb, i due elementi vengono trascurati, almeno nelle correlazioni iniziali, e considerati alla stregua di una riserva di liquidità su cui fare affidamento – o, in casi particolari, di fabbisogno da coprire – per comprendere meglio la situazione finanziaria dell'impresa nei casi più delicati. Ciò consente di concentrare l'attenzione sul rapporto tra PFNb e *cash flow* della gestione operativa, per poi considerare, in sede di approfondimento dell'analisi e sia pure con le dovute cautele, sia le altre attività finanziarie disponibili, attraverso la considerazione della PFNb di II livello, che il CCNO<sub>t</sub> con riferimento a quella che possiamo definire la PFNb allargata.

## Riferimenti bibliografici

- AA.VV. (2013), *Strumenti per il controllo di gestione* (a cura di G. Melis), Giuffrè, Milano.
- Allegrini M., Ferramosca S. (2022), *Analisi di bilancio. La riclassificazione e l'interpretazione dello stato patrimoniale e del conto economico*, Giuffrè, Milano.
- Brunetti G. (1990), *Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio*, in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano.
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G. (2003), *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Cattaneo M. (1983), *Analisi finanziaria e di bilancio*, Etas Libri, Milano.
- D'Alessio R. (2007), *L'analisi dei margini*, in V. Antonelli, R. D'Alessio, V. Dell'Atti, *Analisi di bilancio e Basilea 2*, Ipsoa, Milano.
- Facchinetti I. (2004), *Le analisi di bilancio*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Fazzini M. (2020), *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano.
- Giunta F., Pisani M. (2016), *L'analisi del bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.
- Guatri L., Bini M. (2007), *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- Massari M. (1983), *Gli strumenti per le analisi finanziarie*, in AA.VV., *Trattato di finanza aziendale* (a cura di G. Pivato), FrancoAngeli, Milano.
- Mechelli A. (2008), *Il rendiconto finanziario consolidato*, Cedam, Padova.
- Paolucci G. (2021), *Analisi di bilancio e finanziaria*, FrancoAngeli, Milano.
- Pisoni P., Devalle A. (2013), *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano.
- Pizzo M. (2010), *La posizione finanziaria netta nella dottrina e nella prassi contabile: brevi note*, in *Economia Aziendale e Management. Scritti in onore di Vittorio Coda*, Egea, Milano.
- Potito L. (2020), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino.
- Sòstero U., Ferrarese P., Mancin M., Marcon C. (2021), *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano.
- Teodori C. (2022), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.