



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

Economia e Commercio

STRUTTURA FINANZIARIA: ANALISI CASO PIRELLI

FINANCIAL STRUCTURE: PIRELLI CASE ANALYSIS

Relatore:

Prof. Alberto Manelli

Rapporto Finale di:

Andrea Pigliapoco

Anno Accademico 2022/2023

INDICE

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO 1: LA STRUTTURA FINANZIARIA	4
1.1 IL FABBISOGNO FINANZIARIO	5
1.1.1 Investimenti in immobilizzazioni	7
1.1.2 Investimenti in crediti	8
1.1.3 Investimenti in scorte di magazzino	9
1.1.4 Investimenti in liquidità	10
1.2 FONTI DI FINANZIAMENTO	10
1.2.1 Autofinanziamento.....	11
1.2.2 Capitale proprio	12
1.2.3 Debito.....	13
CAPITOLO 2: PIRELLI & C Spa	16
2.1 ANALISI DEL FABBISOGNO FINANZIARIO	19
2.2 ANALISI DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO	21
2.2.1 Autofinanziamento.....	21
2.2.2 Capitale proprio	23
2.2.3 Debito.....	24
CAPITOLO 3: CONCLUSIONE	27
BIBLIOGRAFIA	33

INTRODUZIONE

A seguito del notevole aumento della complessità dell'ambiente economico in cui le aziende si trovano ad operare, dovuto principalmente all'aumento della concorrenza e all'elevata diversificazione della domanda, per le società si è reso sempre più necessario effettuare una corretta ed esaustiva analisi della struttura finanziaria allo scopo di individuare la struttura ottimale, cioè quella struttura che:

- presenta il rapporto ideale tra debiti e mezzi propri
- permetta di massimizzare il valore aziendale.

Il valore aziendale può assumere due diverse configurazioni in relazione alla teoria a cui si vuole far riferimento, infatti se si prende in considerazione la Shareholder Value Approach (SVA), sviluppata nei paesi anglosassoni, il valore aziendale è dato dalla quotazione del titolo societario all'interno dei mercati finanziari, mentre se si prende come riferimento la Teoria di Creazione del Valore (TCV), sviluppata nel contesto europeo, il valore aziendale è dato dal valore del capitale economico, concetto introdotto nella dottrina economica da Gino Zappa che lo definisce come “un valore unico, risultante dalla capitalizzazione dei redditi futuri”¹.

La corretta composizione della struttura finanziaria permette alla società di creare valore e di ottenere costantemente un risultato d'esercizio positivo limitando o mantenendo controllati i rischi dell'attività d'impresa. I rischi destinati ad incidere maggiormente sull'andamento della gestione e sul risultato d'esercizio sono:

- rischio di credito
- rischio operativo
- rischio tasso di interesse

¹ Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, cit., p.81

Il presente studio si dividerà in due parti, nella prima verrà analizzata da un punto di vista teorico la composizione della struttura finanziaria aziendale rilevando ed esamineremo gli elementi che la compongono, cioè il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento, mentre nella seconda parte si effettuerà lo studio della struttura finanziaria di una società operante sul mercato, cioè Pirelli & C Spa, allo scopo di analizzare le decisioni dei manager finanziari e gli strumenti tecnici utilizzati per reperire le risorse finanziarie necessarie al corretto andamento della gestione aziendale. Lo studio della situazione Patrimoniale-Finanziaria della Pirelli & C Spa si baserà su un preventivo calcolo dei singoli elementi costitutivi, per determinarne un'eventuale movimentazione e le cause della stessa, e un successivo confronto dei risultati ottenuti nei due esercizi presi come riferimento, il 2021 e il 2022, in modo da individuare le scelte manageriali e un eventuale miglioramento o peggioramento della struttura finanziaria societaria.

CAPITOLO 1: LA STRUTTURA FINANZIARIA

La struttura finanziaria di una società è costituita dall'insieme coordinato degli impieghi e delle fonti di finanziamento presenti all'interno dell'azienda in un dato momento.

Pertanto, ricordando uno dei concetti cardine alla base del bilancio civilistico che prevede l'uguaglianza tra impieghi e fonti di finanziamento, la struttura finanziaria di un'impresa può essere definita attraverso la seguente uguaglianza:

$$DLI+DLD+RIM+IMN=PN+DML+DBT \rightarrow CCL+IMN=PN+DML+DBT$$

Dove:

CCL = capitale circolante lordo; Rimanenze di magazzino + Disponibilità liquide differite (DLD) + Disponibilità liquide immediate (DLI)

IMN = immobilizzazioni nette; immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie

PN = patrimonio netto

DBT = indebitamento a breve termine, ossia di durata non superiore a 18 mesi

DML = indebitamento di medio/lungo termine, ossia di durata superiore a 18 mesi

La dimensione e la composizione della struttura finanziaria varia in funzione delle caratteristiche dell'impresa, dell'attività svolta, della complessità del ciclo produttivo e del settore economico di appartenenza. Questi elementi impattano in maniera differente sulle dinamiche finanziarie aziendali, infatti, la dimensione aziendale andrà ad incidere sulla capacità dell'impresa di ricorrere alle forme di finanziamento che richiedono garanzie reali o una specifica forma giuridica e sull'eventuale quotazione dell'azienda all'interno dei mercati regolamentati, mentre la durata e la complessità del ciclo produttivo andranno ad incidere sulla dimensione e sulla durata del fabbisogno finanziario.

Attraverso la definizione della struttura finanziaria aziendale possiamo individuare gli elementi che la costituiscono, cioè:

- Fabbisogno finanziario
- Fonti di finanziamento

1.1 IL FABBISOGNO FINANZIARIO

Il fabbisogno finanziario può essere definito come l'insieme delle risorse necessarie per acquisire tutti i fattori della produzione che consentono il corretto andamento della gestione².

Attraverso questa definizione andremo ad individuare il *fabbisogno finanziario lordo*, che risulta composto dalla somma degli investimenti aziendali. Ad essa si affiancano altre configurazioni del fabbisogno finanziario, cioè il *fabbisogno finanziario netto* e il *fabbisogno finanziario globale*. Il *fabbisogno finanziario netto* rappresenta la parte di fabbisogno che non trova copertura nella capacità dell'impresa di generare risorse attraverso la propria gestione, mentre il *fabbisogno finanziario globale* prende in considerazione sia i flussi finanziari di origine patrimoniale, connessi alle movimentazioni degli impieghi, sia i flussi finanziari di origine economica, cioè i flussi che derivano dai costi e dai ricavi di esercizio.

Da un punto di vista algebrico le varie configurazioni risultano pari a:

$$\text{Fabbisogno finanziario lordo} = \text{impieghi patrimoniali}$$

$$\text{Fabbisogno finanziario netto} = \text{impieghi patrimoniali} - \text{autofinanziamento}$$

$$\text{Fabbisogno finanziario globale} = \text{impieghi patrimoniali} + \text{impieghi economici}$$

Prendendo come riferimento la configurazione più significativa del fabbisogno, cioè il *fabbisogno finanziario lordo*, e partendo dal presupposto che l'entità del fabbisogno finanziario è destinato a mutare nel tempo, per effetto degli accadimenti aziendali e delle

² Giannessi E., *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Giuffrè, Milano, 1982

politiche gestionali intraprese, l'analisi deve essere effettuata sia sotto un punto di vista quantitativo, volta a determinare la dimensione dello stesso, sia sotto un punto di vista temporale, allo scopo di individuare la durata del fabbisogno, cioè il periodo di tempo che intercorre tra l'investimento e il disinvestimento³.

Effettuando l'analisi temporale del fabbisogno finanziario è possibile suddividerlo in tre diverse tipologie, infatti, troveremo:

- Un *fabbisogno finanziario consolidato*, dato dalla somma degli impieghi in capitale immobilizzato. Si tratta di impieghi durevolmente vincolati all'attività aziendale destinati a partecipare a più cicli produttivi;
- Un *fabbisogno finanziario corrente*, dato dalla somma degli investimenti in attività a breve ciclo di realizzo, come i crediti e le rimanenze di magazzino;
- Un *fabbisogno finanziario per elasticità di cassa*, connesso a impieghi in denaro contante e depositi bancari. Rappresenta la componente del fabbisogno soggetta a maggiori movimentazioni e direttamente correlata con la gestione della tesoreria.

Analizzando nello specifico la definizione del fabbisogno finanziario risulta evidente come esso dipenda dal valore degli impieghi aziendali, cioè degli investimenti effettuati dalla società in un dato momento. Gli investimenti aziendali possono essere divisi in:

- Investimenti in immobilizzazioni
- Investimenti in crediti
- Investimenti in scorte di magazzino
- Investimenti in liquidità

³ Incollingo A., *Il fabbisogno finanziario dell'impresa. Aspetti quantitativi e di politica aziendale*, Giuffrè, Milano 1996, p. 50

1.1.1 Investimenti in immobilizzazioni

Nello svolgimento della gestione aziendale il management è più volte chiamato a dover valutare e attuare progetti di investimento diversi finalizzati a incrementare il livello di produzione, ad adeguare il processo produttivo alle modifiche normative o a potenziare l'efficienza della produzione e della distribuzione.

Gli investimenti in immobilizzazioni possono avere come oggetto un'immobilizzazione materiale, come per esempio impianti o fabbricati, immateriale, come brevetti o marchi, o finanziaria, connesse alla concessione di finanziamenti a soggetti terzi.

La selezione degli investimenti da effettuare avviene attraverso un processo di valutazione e selezione complesso volto ad individuare e a determinare i flussi di cassa in entrata ed in uscita dei vari progetti presenti all'interno del mercato. Per una corretta valutazione degli investimenti la società deve utilizzare delle metodologie che prendano in considerazione tutti i flussi di cassa generati e che permetta loro di omogeneizzarli sotto il profilo temporale, attraverso l'utilizzo delle tecniche di attualizzazione. Inoltre, i criteri di scelta devono essere in grado di individuare i progetti che massimizzano in valore dell'impresa.

L'analisi dei progetti di investimento viene prevalentemente effettuata attraverso il *Valore attuale netto* (VAN), il quale permette di spostare al tempo di riferimento i flussi di cassa in entrata e in uscita derivanti dal progetto. Il VAN può acquisire tre diversi valori che individuano situazioni differenti, infatti, possiamo trovare un $VAN > 0$ che indica la capacità dell'investimento di creare nuovo valore, un $VAN = 0$ in cui l'investimento presenta flussi di cassa in entrata uguali ai deflussi e quindi l'investimento non è in grado di creare valore, oppure un $VAN < 0$ che individua un investimento che andrà a diminuire il valore aziendale, cioè presenta flussi in uscita maggiori rispetto ai flussi in entrata. Appare evidente che

l'azienda andrà a selezionare tutti gli investimenti che presentano un VAN>0, ed in caso di investimenti alternativi selezionerà l'investimento che presenta il VAN maggiore.

Possono, però, essere utilizzati anche altri metodi come, per esempio, il *Tasso interno di rendimento* (TIR), che individua il valore del tasso di attualizzazione che garantisce l'uguaglianza dei flussi in entrata e in uscita, il *Tempo di recupero* (pay-back period), basa la selezione dell'investimento sul tempo necessario per coprire i flussi di cassa in uscita con quelli in entrata, oppure il *Tasso di rendimento medio* (TRM).

Questi metodi alternativi presentano, però, degli importanti limiti di calcolo e di rappresentazione della redditività degli investimenti che spingono i professionisti a prediligere l'utilizzo del VAN.

1.1.2 Investimenti in crediti

Gli investimenti in crediti e la loro gestione costituiscono una fondamentale leva competitiva sulla quale si può fondare il successo o l'insuccesso di un'impresa. Gli investimenti in crediti hanno come oggetto la concessione di dilazioni di pagamento ai clienti e assumono una funzione espansiva e promozionale delle vendite, cioè hanno l'obiettivo di aumentare le vendite e di conseguenza aumentare il fatturato aziendale. I rischi che la società sostiene per effettuare una politica sui crediti sono legati principalmente all'indisponibilità temporanea delle disponibilità liquide e alla possibile perdita totale o parziale del credito dovuta all'insolvenza dei debitori.

Il percorso di analisi, per individuare la giusta politica sui crediti si basa su due fasi, nella prima la società costituisce alcuni indicatori in grado di fornire informazioni riguardanti la consistenza del credito e il contributo offerto per raggiungere l'equilibrio economico-finanziario, quali Turnover dei crediti e Tempo medio di giacenza, nella seconda fase l'azienda effettua una valutazione per individuare il costo e il rendimento della politica

adottata ed in caso di costi maggiori rispetto ai rendimenti i manager dovranno apportare le dovute modifiche.

1.1.3 Investimenti in scorte di magazzino

Le scorte di magazzino sono chiamate a svolgere un ruolo molto importante all'interno del processo produttivo, importanza che assume livelli massimi nelle imprese industriali operanti per magazzino e caratterizzate da una produzione orientata alla creazione di scorte di prodotti finiti, assume, invece, una rilevanza inferiore all'interno di quelle aziende che svolgono la propria produzione su commessa.

L'obiettivo principale della politica delle scorte è quello di individuare il valore della scorta funzionale, cioè la quantità di materie prime e prodotti finiti necessaria per mantenere un soddisfacente equilibrio dell'attività d'impresa, e individuare il valore della scorta minima, cioè il livello di rimanenze necessarie per garantire il corretto andamento del processo produttivo evitando dannosi arresti della produzione o della distribuzione. Il valore delle scorte funzionali varia in relazione al tipo di produzione e alle caratteristiche delle materie prime e sussidiarie. L'ampliamento del valore delle scorte funzionali può portare a rilevanti vantaggi economici connessi soprattutto a sconti dai fornitori, ma possono creare problemi di liquidità aziendale dando luogo a squilibri nella gestione con riflessi negativi sul grado di elasticità della struttura finanziaria.

La politica delle scorte si basa principalmente sul modello del *Lotto minimo economico* a seguito della sua capacità di individuare l'entità ottimale delle rimanenze. Infatti, l'obiettivo del modello consiste nell'individuare il livello di scorte funzionali in grado di garantire la continuità della produzione e della vendita e che minimizzi i costi connessi alla gestione delle rimanenze, cioè i costi di ordinazione e i costi di mantenimento.

1.1.4 Investimenti in liquidità

La politica aziendale riguardante la liquidità ha come obiettivo quello di garantire la capacità dell'impresa di far fronte in ogni momento, tempestivamente, economicamente ed in modo funzionale agli obblighi di pagamento che sorgono in capo all'azienda a seguito della propria gestione. La scelta della liquidità da detenere assume notevole rilevanza dal punto di vista strategico, in quanto in presenza di scarsa liquidità ci troveremo di fronte alla necessità di pregiudicare l'andamento economico della gestione per acquisire le risorse necessarie per adempiere agli obblighi di pagamento, mentre la presenza di un'eccessiva liquidità significa che l'azienda ha rinunciato ad investire tali risorse in attività che producono un aumento del valore economico aziendale.

Sotto un punto di vista generale la società detiene liquidità per tre diverse motivazioni:

- *Transative*, derivanti dalla necessità di far fronte al regolare svolgimento della gestione;
- *Precauzionali*, hanno come obiettivo assicurare l'azienda contro i vari rischi;
- *Speculative*, attraverso cui l'azienda intende realizzare profitti extra-operativi.

1.2 FONTI DI FINANZIAMENTO

A seguito della definizione del fabbisogno finanziario la società deve individuare la strategia più corretta per la sua copertura, facendo ricorso ai diversi strumenti tecnici idonei ad acquisire risorse finanziarie che andranno successivamente a comporre le diverse fonti di finanziamento aziendali. Per una corretta struttura finanziaria è necessario che l'impresa utilizzi fonti di finanziamento che presentino una perfetta corrispondenza temporale con gli investimenti aziendali, cioè per la copertura del fabbisogno corrente è necessario l'utilizzo di una fonte di finanziamento a breve, mentre per coprire il fabbisogno consolidato è necessario l'utilizzo di fonti a medio/lungo termine.

Nonostante la costante evoluzione finanziaria e il conseguente sviluppo di innumerevoli strumenti e forme contrattuali attraverso cui è possibile raccogliere capitali, possiamo far ricondurre tutte le soluzioni in tre tipologie fondamentali:

- Autofinanziamento
- Capitale proprio
- Debito

1.2.1 Autofinanziamento

L'autofinanziamento, che rappresenta l'unica fonte interna di copertura del fabbisogno finanziario, può essere definito come la capacità dell'impresa di finanziare autonomamente il proprio processo produttivo, attraverso la generazione interna di risorse e dunque evitando il ricorso a fonti di finanziamento esterne⁴. L'autofinanziamento può assumere due diverse configurazioni:

- *Autofinanziamento netto strettamente residuale*, assume un valore pari agli utili risparmiati, cioè gli utili che non vengono distribuiti come dividendi;
- *Autofinanziamento netto allargato*, dipende dagli utili risparmiati e dai flussi residuali assimilabili agli utili lordi, quali accantonamenti effettuati in relazione a spese o costi futuri e ammortamenti sui beni a fecondità ripetuta;

L'entità dell'autofinanziamento dipende fondamentalmente dalla redditività dell'impresa e dalla politica dei dividendi applicata dal management.

Poiché l'autofinanziamento è un flusso che viene generato internamente dall'impresa, è pacifico osservare come l'entità dello stesso sarà in primo luogo frutto della capacità dell'impresa di produrre margini positivi, attraverso le proprie vendite, volti a remunerare il

⁴ Manelli A., Pace R., *Finanza di impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Torino, 2009, p. 164

costo dei fattori produttivi e i creditori aziendali. Ciò che residua sarà l'utile prodotto dall'impresa la cui destinazione dipenderà dalla politica dei dividendi applicata dal management. In questa fase l'organo amministrativo sarà chiamato a decidere quanto destinare ai soci dell'impresa come forma di remunerazione, attraverso la distribuzione di dividendi o mediante operazioni di buyback, cioè riacquisto di azioni proprie, e quanto destinare ad autofinanziamento mediante accantonamento a riserva degli stessi utili.

Per completare l'analisi bisogna precisare che l'autofinanziamento, nonostante l'indiscusso contributo che è in grado di generare per il sostentamento dell'impresa, non risulta sufficiente a coprire il fabbisogno finanziario complessivo dell'impresa, inoltre, l'equilibrio finanziario presente nel caso di copertura dell'intero fabbisogno ha durata limitata, in quanto l'impresa sarà costretta a rinunciare a svilupparsi.

1.2.2 Capitale proprio

Il capitale proprio o capitale di pieno rischio si compone di tutte le risorse apportate dai soci o dai proprietari dell'impresa. La qualifica di socio si ottiene attraverso l'acquisizione di titoli rappresentativi del capitale sociale che, considerando le società per azioni, corrispondono ai titoli azionari.

All'interno delle società per azioni il capitale proprio è costituito dal "Patrimonio netto", costituito dalla somma del capitale sociale versato e sottoscritto dai soci, delle riserve di utili e di capitale e del risultato d'esercizio, ma se lo si vuole analizzare come fonte di finanziamento è necessario sottrarre dal "Patrimonio netto" gli elementi che vanno a comporre l'autofinanziamento, cioè gli utili risparmiati, e i dividendi distribuiti, che confluiscono nelle passività a breve. Possiamo quindi individuare il capitale proprio come somma tra il capitale sociale, espressione della quota nominale dei conferimenti eseguiti dai soci, le riserve da

capitale, cioè le riserve il cui valore dipende dalla movimentazione del capitale sociale, e le riserve da utili.

Il capitale proprio rappresenta la principale fonte di finanziamento esterna utilizzata per la copertura del fabbisogno finanziario consolidato, in quanto rimarrà all'interno della società fino alla cessazione dell'attività imprenditoriale.

L'acquisizione di capitale proprio può avvenire attraverso un collocamento pubblico, in cui i titoli azionari vengono sottoscritti o acquistati dai singoli risparmiatori all'interno dei mercati regolamentati, oppure attraverso un collocamento privato, in cui l'offerta è limitata ad investitori istituzionali senza l'utilizzo dei mercati finanziari.

Inoltre, il collocamento dei titoli azionari può avvenire in diverse fasi della vita societaria, infatti, possono essere collocati nella fase di costituzione della società attraverso le offerte pubbliche iniziali (IPO), al fine di reperire le risorse necessarie per avviare l'attività aziendale, oppure durante la vita societaria attraverso un aumento reale di capitale sociale, allo scopo di reperire nuove risorse necessarie a migliorare la struttura produttiva aziendale o per coprire le perdite dell'esercizio.

1.2.3 Debito

Alternativa al capitale proprio, l'altra fonte di finanziamento di natura esterna è il capitale di terzi. Tale fonte di finanziamento è rappresentata da tutti i debiti che l'impresa contrae nei confronti di terzi soggetti, che assumono la qualifica di creditori sociali.

Il debito costituisce una fonte di finanziamento a rischio limitato per la contestuale presenza della non residualità della remunerazione e del rimborso anticipato rispetto al capitale acquisito con il vincolo di pieno rischio in caso di crisi aziendale.

All'interno della struttura finanziaria possiamo individuare due diverse tipologie di debiti, infatti, possiamo avere dei debiti di funzionamento, derivanti dalla concessione da parte dei

fornitori di dilazioni di pagamento, oppure dei debiti di finanziamento contratti allo scopo di coprire parte del fabbisogno finanziario aziendale. Con il ricorso al debito l'azienda può coprire sia il fabbisogno finanziario corrente, attraverso gli strumenti di debito a breve, sia il fabbisogno finanziario consolidato, attraverso i debiti a medio/lungo termine. Questa capacità del debito è dovuta alla presenza all'interno del mercato finanziario di numerosi strumenti tecnici che si differenziano per durata, costo e modalità di acquisizione.

I principali strumenti di debito a medio/lungo termine sono:

- Prestiti obbligazionari
- Mutui
- Debiti di leasing

Mentre, i principali strumenti di debito a breve termine sono:

- Apertura linee bilaterali
- Factoring
- Sconto commerciale

Il debito può essere contratto attraverso un canale diretto acquisendo le risorse direttamente dal mercato finanziario, senza la presenza di un intermediario, oppure attraverso un canale indiretto in cui l'impresa viene affiancata da un intermediario finanziario che facilita il collegamento tra le imprese e i risparmiatori.

Il principale intermediario finanziario è rappresentato dalla banca, cioè quell'impresa autorizzata alla raccolta dei risparmi tra il pubblico e l'esercizio del credito a favore delle imprese. Il rapporto tra banca e impresa viene regolamentato all'interno dell'Unione Europea attraverso due diversi accordi, il Primo ed il Secondo Accordo di Basilea, che si fondano su tre pilasti fondamentali:

- Presenza di un patrimonio di vigilanza capace di coprire il rischio assunto dalla banca per lo svolgimento della sua attività;
- Controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale;
- Disciplina del mercato improntata sulla trasparenza e sull'informazione.

CAPITOLO 2: PIRELLI & C Spa

In questo capitolo andremo ad individuare e analizzare la struttura e le strategie finanziarie poste in essere dall'azienda Pirelli & C Spa negli esercizi 2021 e 2022.

Fondata nel 1872 da Giovanni Battista Pirelli, Pirelli è un'azienda dalle profonde radici italiane, un brand riconosciuto in tutto il mondo per le sue tecnologie all'avanguardia, la sua capacità di innovazione e la qualità dei suoi prodotti. Con 18 stabilimenti produttivi in 12 Paesi, una presenza commerciale in oltre 160 Paesi, circa 31.300 dipendenti e un fatturato pari a circa 6,6 miliardi di euro, dati del 2022, è tra i principali produttori mondiali di pneumatici e di servizi a questi collegati e l'unico interamente dedicato al mercato consumer, che comprende pneumatici per auto, moto e biciclette.

Quotata nella borsa di Milano nel 1922 e successivamente uscita nel 2015 a seguito dell'acquisizione dell'azienda da parte di ChemChina, vede il suo ritorno all'interno della borsa di Milano nel 2017 con una capitalizzazione di 6.5 miliardi di euro.

L'analisi della struttura finanziaria si baserà sullo studio del Bilancio d'esercizio della società presa in esame. Il Bilancio d'esercizio permette di comprendere le dinamiche economiche-finanziarie dell'impresa, la composizione del capitale e il processo di formazione del reddito.

I prospetti rappresentativi del bilancio sono:

- *Stato Patrimoniale*: rappresenta la situazione patrimoniale e finanziaria di un'impresa fornendo quindi le indicazioni riguardanti la struttura finanziaria aziendale;
- *Conto Economico*: rappresenta il percorso di formazione del reddito attraverso il confronto tra i costi e i ricavi di esercizio;
- *Nota Integrativa*: documento esplicativo dei fatti di gestione che hanno originato il capitale e il reddito evidenziati nei precedenti prospetti;

- *Relazione sulla gestione*: redatta dagli amministratori per illustrare l'andamento generale dell'impresa;

L'analisi di bilancio può essere effettuata attraverso tre diverse metodologie, infatti possiamo effettuare:

- Analisi per indici
- Analisi per margini
- Analisi per flussi

L'impiego di ciascuna tecnica di valutazione necessita della disponibilità di dati e informazioni attendibili e, soprattutto, omogenei sotto il profilo economico-finanziario, ne deriva, quindi, l'esigenza di riclassificare il bilancio. La riclassificazione riguarda sia lo Stato patrimoniale che il Conto economico.

Il nostro studio si baserà principalmente sull'analisi dello Stato patrimoniale che verrà integrata dalle informazioni presenti all'interno del Conto economico e delle Note esplicative del bilancio.

L'analisi dello Stato Patrimoniale della società si dividerà in due fasi, nella prima andremo ad individuare il fabbisogno finanziario dividendolo nella sua componente corrente e consolidata, mentre nella seconda parte andremo a studiare le varie fonti di finanziamento impiegate per la sua copertura. L'analisi della struttura finanziaria nella sua interezza sarà, invece, effettuata nell'ultimo capitolo.

	31/12/2022	31/12/2021
Immobilizzazioni materiali	66.257.632	69.988.482
Immobilizzazioni immateriali	2.279.105.345	2.276.388.200
Partecipazioni in imprese controllate	4.624.548.537	4.632.419.637
Partecipazioni in imprese collegate	6.374.500	6.374.501
Altre attività finanziarie a fair value	46.339.548	54.817.356
Altri crediti	611.841	2.000.566.023
Strumenti finanziari derivati	26.069.768	4.382.882
Attività non correnti	7.049.307.171	9.044.937.082
Crediti commerciali	43.998.674	40.115.549
Altri crediti	2.215.171.633	792.729.529
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	36.115	40.217
Crediti tributari	97.981.425	65.074.474
Strumenti finanziari derivati	3.297.794	5.132.143
Attività correnti	2.360.485.641	903.091.911
Totale Attività	9.409.792.812	9.948.028.993
Patrimonio netto:		
-Capitale sociale	1.904.374.936	1.904.374.936
-Altre riserve	2.221.332.158	2.187.923.539
- Utili/perdite a nuovo	559.833.511	504.214.886
-Risultato dell'esercizio	252.485.607	216.618.625
Totale Patrimonio netto	4.938.026.212	4.813.131.985
Debiti verso banche e altri finanziatori	3.318.862.779	3.410.178.031
Altri debiti	354.820	821.950
Fondi rischi e oneri	39.061.812	30.604.390
Passività per imposte differite	592.549.059	526.016.984
Fondi del personale	13.104.639	21.442.451
Strumenti finanziari derivati	-	3.554.179
Passività non correnti	3.963.933.109	3.992.617.984
Debiti verso banche e altri finanziatori	363.155.814	1.070.540.924
Debiti commerciali	25.548.576	18.386.788
Altri debiti	73.608.589	38.602.730
Fondi rischi e oneri	25.135.738	509.463
Fondi del personale	-	-
Debiti tributari	20.353.208	13.565.489
Strumenti finanziari derivati	31.566	673.630
Passività correnti	507.833.491	1.142.279.024
Totale Passività e Patrimonio netto	9.409.792.812	9.948.028.993

Fig. 2.1 Stato patrimoniale 2022 Pirelli & C Spa

2.1 ANALISI DEL FABBISOGNO FINANZIARIO

Come visto nel primo capitolo il fabbisogno finanziario può assumere diverse configurazioni in base agli impieghi utilizzati per il suo calcolo e per l'inserimento o meno dell'autofinanziamento. In questo studio prenderemo come riferimento la configurazione più significativa, cioè il fabbisogno finanziario lordo che, come visto in precedenza, risulta pari alla somma degli investimenti in immobilizzazioni e in capitale circolante lordo effettuati dall'impresa in un dato momento. Questi investimenti trovano rappresentazione negli impieghi patrimoniali, cioè dalle "attività non correnti" e dalle "attività correnti".

Il fabbisogno così descritto risulta pari a:

$$\text{Fabbisogno finanziario lordo 2021} \Rightarrow 9.044.937.082 + 903.091.911 = 9.948.028.993$$

$$\text{Fabbisogno finanziario lordo 2022} \Rightarrow 7.049.307.171 + 2.360.485.641 = 9.409.792.812$$

Attraverso una prima analisi possiamo individuare come il fabbisogno finanziario sia diminuito nel 2022 di € 538.236.181 rispetto a quello presente al 31/12/2021 a seguito principalmente della diminuzione del valore delle immobilizzazioni, dovuta alle politiche di ammortamento, e della diminuzione della voce conto "altri crediti". La diminuzione del fabbisogno comporta per l'impresa una riduzione delle risorse finanziarie da acquisire attraverso le diverse fonti di finanziamento interne ed esterne.

Dopo aver determinato in maniera generale il fabbisogno finanziario e la variazione subita nell'esercizio di riferimento, risulta necessario approfondire l'analisi attraverso la sua scomposizione in *fabbisogno finanziario corrente*, composto dalla somma degli investimenti a breve ciclo di realizzo, e in *fabbisogno finanziario consolidato*, composto dalla somma delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie.

$$\text{Fabbisogno finanziario corrente 2021} \Rightarrow 903.091.911$$

$$\text{Fabbisogno finanziario corrente 2022} \Rightarrow 2.360.485.641$$

Fabbisogno finanziario consolidato 2021=> 9.044.937.082

Fabbisogno finanziario consolidato 2022=> 7.049.307.171

Attraverso la scomposizione del fabbisogno finanziario lordo nelle sue componenti risulta evidente come il valore del fabbisogno consolidato abbia subito una diminuzione di €1.995.629.911, mentre il fabbisogno corrente sia aumentato di € 1.457.393.730. Questa movimentazione del fabbisogno è spinta soprattutto dagli investimenti in “altri crediti”, che al 31/12/2021 risultavano pari a € 2.000.566.023 per la componente consolidata e a € 792.729.529 per la componente corrente; mentre al 31/12/2022 risultano pari a € 611.841 per la componente consolidata e a € 2.215.171.633 per la componente corrente.

Per individuare le motivazioni di questo movimento bisogna studiare i singoli elementi che compongono la voce “altri crediti” all’interno del prospetto. A soccorrerci nel nostro studio intervengono le note esplicative del bilancio che individuano come principale componente della voce i “Crediti finanziari verso imprese controllate”, cioè i finanziamenti concessi a favore delle società controllate da Pirelli e quindi facenti parte del gruppo societario. I “Crediti finanziari verso imprese controllate” assumono un valore di € 2.780.305.000 nel 2021, composti da una quota consolidata di € 2.000.000.000 e una quota corrente di € 780.305.000, mentre nel 2022 assumono un valore di € 2.199.401.000 composto da una quota corrente di pari valore. Lo spostamento del credito dalla natura consolidata alla natura corrente dipende dall’avvicinarsi della scadenza dei finanziamenti concessi fissata per i primi mesi del 2023 rendendo quindi l’investimento in crediti un investimento di natura corrente, cioè con un breve ciclo di realizzo.

	31/12/2022			31/12/2021		
	Totale	Non correnti	Correnti	Totale	Non correnti	Correnti
Altri crediti verso imprese controllate	977	-	977	1.380	-	1.380
Crediti finanziari verso imprese controllate	2.199.401	-	2.199.401	2.780.305	2.000.000	780.305
Depositi cauzionali	340	340	-	281	281	-
Crediti verso l'erario per imposte non correlate al reddito	6.771	-	6.771	4.583	-	4.583
Altri crediti verso terzi	6.999	272	6.727	6.489	285	6.204
Ratei attivi finanziari	271	-	271	72	-	72
Risconti attivi finanziari	1.025	-	1.025	186	-	186
Totale altri crediti	2.215.784	612	2.215.172	2.793.296	2.000.566	792.730

Fig. 2.2 Composizione “Altri crediti”

2.2 ANALISI DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO

Come analizzato nel primo capitolo l'impresa può coprire il fabbisogno finanziario generato dalla gestione attraverso tre diverse fonti:

- Autofinanziamento
- Capitale proprio
- Debito

Le diverse fonti si differenziano per natura, l'autofinanziamento è di natura interna mentre il capitale proprio e il debito sono di natura esterna, e per costi, l'autofinanziamento non presenta costi mentre il capitale proprio ha come fonte di costo la remunerazione dei soci e il debito ha come principale fonte di costo il tasso di interesse.

2.2.1 Autofinanziamento

La prima fonte di finanziamento che andremo ad analizzare è l'autofinanziamento, cioè la capacità dell'azienda di coprire una parte o la totalità del fabbisogno attraverso i flussi reddituali prodotti dalla propria gestione.

L'analisi si basa sullo studio del "Patrimonio netto" dello Stato Patrimoniale, del Conto economico e delle note esplicative del bilancio. L'autofinanziamento, come visto in precedenza, può assumere due diverse configurazioni, cioè l'*autofinanziamento netto strettamente residuale* e l'*autofinanziamento netto allargato*.

Da un punto di vista algebrico assumono un valore pari a:

- *Autofinanziamento netto strettamente residuale = utile d'esercizio – dividendi*
- *Autofinanziamento netto allargato = utile d'esercizio – dividendi + accantonamenti a fondi + ammortamenti immobilizzazioni – utilizzo fondi*

In questa analisi prenderemo come riferimento l'*autofinanziamento netto strettamente residuale*, cioè non terremo conto dei flussi residuali costituiti dagli ammortamenti e dagli accantonamenti.

Inserendo all'interno dell'equazione i dati ricavabili dallo Stato Patrimoniale, dal Conto Economico e dalle Note Esplicative l'autofinanziamento sarà:

$$\text{Autofinanziamento 2021} \Rightarrow 216.618.625 - 161.000.000 = 55.618.625$$

$$\text{Autofinanziamento 2022} \Rightarrow 252.485.607 - 218.000.000 = 34.485.607$$

Dal semplice calcolo algebrico possiamo individuare una diminuzione della capacità dell'impresa di acquisire risorse finanziarie attraverso la propria gestione nonostante l'aumento dell'utile d'esercizio, che passa da 0,217 a 0,252 per azione. È possibile ricondurre la diminuzione dell'autofinanziamento alla politica dei dividendi, effettuata dalla società nell'esercizio 2022, che prevede un aumento della remunerazione dei soci attraverso l'incremento dei dividendi distribuiti per ogni azione posseduta, i quali passano da 0,161 a 0,218 per azione.

2.2.2 Capitale proprio

La seconda fonte che andremo ad analizzare è il capitale proprio, che, come visto in precedenza, risulta pari alle risorse conferite da parte dei soci o dei proprietari.

Per il suo calcolo risulta necessario individuare il “Patrimonio netto” aziendale all’interno delle passività dello Stato Patrimoniale e successivamente sottrargli gli elementi che entrano a far parte dell’autofinanziamento, cioè gli utili risparmiati, e i dividendi, che entrano all’interno delle passività correnti.

Da un punto di vista algebrico avremo quindi:

$$\textit{Capitale proprio} = \textit{Patrimonio netto} - \textit{utile risparmiato} - \textit{dividendi}$$

Inserendo i dati del caso specifico il capitale proprio risulta pari a:

$$\begin{aligned}\textit{Capitale proprio 2021} &= 4.813.131.985 - (216.618.625 - 161.000.000) - 161.000.000 \\ &= 4.596.513.360\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\textit{Capitale proprio 2022} &= 4.938.026.212 - (252.485.607 - 218.000.000) - 218.000.000 \\ &= 4.685.540.605\end{aligned}$$

Attraverso questo calcolo possiamo individuare un aumento del capitale proprio di € 89.027.245 dovuto all’aumento della voce conto “altre riserve” e all’aumento dell’utile portato a nuovo. Prendendo, invece, in considerazione il capitale sociale è evidente come esso non abbia subito variazioni, ciò denota la capacità dell’impresa di acquisire capitale proprio senza far ricorso ad aumenti di capitale sociale e quindi senza emettere nuove azioni. Inoltre, l’assenza di variazioni del capitale sociale indica che i sottoscrittori dei prestiti obbligazionari convertibili emessi dalla società non abbiano esercitato la loro opzione nel corso dell’esercizio.

2.2.3 Debito

L'ultima fonte di finanziamento che andremo ad analizzare è il debito, cioè le risorse che l'azienda acquisisce attraverso accordi contrattuali con soggetti terzi.

Come visto nel capitolo precedente il debito può essere contratto per due finalità e per questo acquisisce due diverse configurazioni, infatti, troviamo i debiti di funzionamento e debiti di finanziamento.

I debiti di funzionamento, cioè le dilazioni di pagamento concessi dai fornitori, che al 31/12/2021 risultano pari a € 18.386.788 mentre al 31/12/2022 risultano pari a € 25.548.576, per semplificare il calcolo, entreranno nei debiti di finanziamento a breve.

I debiti di finanziamento verranno suddivisi in debiti correnti o a breve termine e in debiti consolidati o a medio/lungo termine.

I dati relativi alla loro scomposizione vengono ricavati dalle voci del passivo dello Stato patrimoniale, nel caso di Pirelli & C Spa possiamo individuare in maniera rapida ed efficace la composizione del debito assunto, il quale al 31/12/2021 risulta diviso in:

$$\text{Debiti a breve termine 2021} = 1.142.279.024 + 161.000.000 = 1.303.279.024$$

$$\text{Debiti medio/lungo termine 2021} = 3.992.617.984$$

$$\text{Totale posizione debitoria} = 1.303.279.024 + 3.992.617.984 = 5.295.897.008$$

Mentre nel 2022 si compone di:

$$\text{debiti a breve termine 2022} = 507.833.491 + 218.000.000 = 725.833.491$$

$$\text{debiti medio/lungo termine 2022} = 3.963.933.109$$

$$\text{Totale posizione debitoria} = 725.833.491 + 3.963.933.109 = 4.689.766.600$$

Attraverso una prima analisi è possibile individuare un miglioramento della posizione debitoria aziendale dovuta alla diminuzione del valore totale del debito di € 606.130.408. Il secondo elemento che salta all'occhio è la netta diminuzione delle passività a breve termine

dovute sia al rimborso di parte dei debiti sia alla rinegoziazione di parte dei debiti e il conseguente spostamento nel futuro delle scadenze previste nel breve periodo.

La posizione debitoria aziendale può essere approfondita andando ad analizzare la sua composizione, cioè individuando gli elementi che costituiscono le passività dello Stato patrimoniale. Effettuando lo studio risulta evidente come la principale componente dei debiti risulti i “Debiti verso banche e altri finanziatori”, voce che contiene i prestiti obbligazionari e i debiti verso le banche contratti dalla società per coprire il fabbisogno finanziario.

La composizione dei debiti finanziari è rappresentata dalla seguente tabella, che individua gli strumenti tecnici utilizzati per acquisire le risorse ed il valore dei vari strumenti.

(in migliaia di euro)	31/12/2022			31/12/2021		
	Totale	Non correnti	Correnti	Totale	Non correnti	Correnti
Obbligazioni	713.098	490.452	222.646	1.453.762	1.453.762	-
Debiti verso banche	2.917.566	2.792.641	124.925	2.967.539	1.917.417	1.050.122
Debiti per leasing	41.911	35.770	6.141	44.773	38.999	5.774
Altri debiti finanziari	780	-	780	1.984	-	1.984
Ratei passivi finanziari	8.664	-	8.664	12.661	-	12.661
Totale debiti verso banche e altri finanziatori	3.682.019	3.318.863	363.156	4.480.719	3.410.178	1.070.541

Fig. 2.3 Composizione dei debiti finanziari

Il primo strumento finanziario che studieremo è rappresentato dalle obbligazioni. La voce “obbligazioni” è composta da tre diversi prestiti obbligazionari:

1. Prestito obbligazionario convertibile per un valore nominale di 500 milioni di euro con scadenza in data 22 dicembre 2025. Al 31 dicembre 2022 la componente iscritta tra i debiti finanziari non correnti è pari a 470,5 milioni di euro. La differenza con il valore nominale si riferisce al fair value dell’opzione posseduta dai sottoscrittori del prestito e della loro facoltà di conversione del prestito obbligazionario in nuove azioni ordinarie della Società ad un prezzo predefinito;

2. Finanziamento “Schuldschein” a tasso variabile (Euribor + spread) per un valore nominale complessivo al 31 dicembre 2022 di 243 milioni di euro, classificato per 20 milioni di euro tra i debiti finanziari non correnti (scadenza luglio 2025) e per 223 milioni di euro tra i debiti finanziari correnti (scadenza luglio 2023). Il finanziamento era composto da una tranche di 423 milioni di euro con scadenza a 5 anni e una di 20 milioni di euro con scadenza a 7 anni. Della tranche da 423 milioni di euro è stata anticipatamente rimborsata una quota pari a 200 milioni di euro nel mese di gennaio 2022;
3. Prestito obbligazionario unrated per un importo nominale di 553 milioni di euro con scadenza originaria gennaio 2023 e rimborsato anticipatamente il 25 ottobre 2022 come previsto dalla clausola Issuer Call.

Il secondo strumento che analizzeremo è rappresentato dalla voce “debiti verso banche” che si compone di mutui passivi, per un valore nominale di € 1.800.000 e un valore contabile di € 1.794.543 interamente compresi nei debiti non correnti, e di linee bilaterali, per un valore nominale di € 1.125.000 e per un valore contabile di € 1.123.023, composto da € 124.925 di debiti correnti, cioè da rimborsare entro l’esercizio successivo, e da € 998.098 di debiti a medio/lungo termine. Nel corso dell’esercizio il valore dei debiti verso banche è diminuito di € 49.973 passando da € 2.967.539 a € 2.917.566 a seguito del rimborso di finanziamenti pari a € 960.280 e di linee bilaterali di € 100.000 e l’accensione di due nuovi finanziamenti per un valore complessivo di € 1.000.000.

CAPITOLO 3: CONCLUSIONE

Dopo aver individuato singolarmente il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento utilizzate per coprirlo, per effettuare una corretta analisi della struttura finanziaria aziendale si rende necessario esaminare la situazione generale attraverso un confronto tra il fabbisogno e le fonti di finanziamento utilizzate per la sua copertura. A questo punto dello studio risulta necessario ricordare che per avere una corretta struttura finanziaria è necessaria la contestuale presenza di tre diverse condizioni:

- *Corrispondenza temporale tra fonti e fabbisogno*
- *Adeguate liquidità*: capacità di fronteggiare tempestivamente ed economicamente i pagamenti
- *Massimo livello di redditività*: massimizzare la differenza tra rendimento e costo della struttura finanziaria

Per effettuare l'analisi verranno riassunti i vari elementi che costituiscono la struttura finanziaria, divisi per il proprio esercizio di riferimento, e successivamente verrà effettuata un'analisi per indici e per margini allo scopo di individuare il rispetto delle tre condizioni di efficienza della struttura.

Se prendiamo come riferimento l'esercizio 2021 avremo che:

Fabbisogno finanziario corrente = 903.091.911

Fabbisogno finanziario consolidato = 9.044.937.082

Autofinanziamento = 55.618.625

Capitale proprio = 4.596.513.360

Debiti correnti = 1.303.279.024

Debiti non correnti = 3.992.617.984

Attraverso questi dati ed effettuando un'analisi generale possiamo rilevare come il fabbisogno finanziario corrente pari a € 903.091.911 risulti inferiore alle fonti di finanziamento a breve che assumono un valore complessivo di € 1.358.897.649, mentre il fabbisogno finanziario consolidato pari a € 9.044.937.082 risulti maggiore rispetto alle fonti di finanziamento utilizzate per coprirlo che risultano pari a € 8.589.131.344. Attraverso questa prima analisi possiamo già rilevare l'assenza di corrispondenza temporale tra le fonti e gli impieghi.

Questa considerazione può essere supportata da una successiva analisi per margini e per indici. L'analisi per margini si basa sul calcolo dei due principali margini che permettono di individuare l'equilibrio della struttura finanziaria aziendale, cioè:

- $Capitale\ circolante\ netto = 903.091.911 - 1.303.279.024 = - 400.187.113$

Il Capitale circolante netto viene impiegato dagli analisti per formulare giudizi in merito alla corrispondenza temporale tra fonti e fabbisogno. L'equilibrio della struttura finanziaria si ottiene in presenza di un valore positivo e pari indicativamente all'ammontare delle rimanenze, in assenza delle quali il margine deve assumere un valore pari a 0. Nel caso studiato il margine assume un valore negativo indicando, quindi, uno squilibrio delle fonti dovuto alla presenza di un eccessivo indebitamento nel breve periodo. Lo squilibrio risulterà evidente nel momento in cui parte dei debiti correnti andranno in scadenza e l'impresa non disporrà della liquidità per adempiere agli obblighi di pagamento.

- $Margine\ di\ struttura = 4.596.513.360 - 9.044.937.082 = - 4.448.423.722$

Il Margine di struttura esprime la capacità dell'impresa di coprire il fabbisogno consolidato espresso dalla gestione e rappresentato dalle immobilizzazioni nette attraverso fonti altrettanto consolidate, quale il capitale proprio. Inoltre, indica il grado di capitalizzazione della società, ovvero la capacità dell'impresa di coprire gli impieghi fissi evitando il ricorso al debito. In una situazione di equilibrio dovrebbe assumere un valore vicino allo 0, ma anche

in presenza di un risultato negativo avremo una buona capitalizzazione a seguito della presenza di passività consolidate capaci di coprire la differenza. Nel nostro caso l'azienda presenta un debito consolidato pari a € 3.992.617.984 che non permette la copertura del margine di struttura, denotando un basso livello di capitalizzazione.

Introducendo nello studio l'analisi per indici andremo a calcolare gli indici di indebitamento e di solidità patrimoniale, che assumono un valore di:

- $Indice\ di\ indebitamento = (9.948.028.993 - 4.596.513.360) / 9.948.028.993 = 0.54$

L'indice di indebitamento esprime il peso del capitale preso a prestito sul totale delle fonti. Il valore assunto individua come circa il 54% delle risorse aziendali siano ricavate attraverso il ricorso al debito denotando una limitata autonomia patrimoniale.

- $Indice\ di\ solidità\ patrimoniale = 9.044.937.082 / (4.596.513.360 + 3.992.617.984) = 1.05$

Attraverso questo indice, che esprime la capacità dell'impresa di finanziare l'acquisto delle immobilizzazioni con il ricorso a risorse destinate a rimanere a lungo termine a disposizione della società, possiamo individuare come l'azienda presenti uno scarso livello di risorse consolidate, in quanto le risorse a medio/lungo termine non sono in grado di coprire interamente il fabbisogno finanziario consolidato.

Ricordando che il primo elemento che contraddistingue un equilibrio della struttura finanziaria è la corrispondenza temporale tra il fabbisogno finanziario e le fonti è possibile notare come questa struttura risulti squilibrata per € 294.805.738 a causa dell'eccessiva presenza di risorse finanziarie correnti e una mancanza di risorse consolidate. La situazione aziendale può essere migliorata attraverso un aumento delle risorse consolidate facendo ricorso ad un aumento di capitale oppure attraverso una rinegoziazione delle scadenze dei prestiti.

Se invece analizziamo l'esercizio 2022 avremo che:

Fabbisogno finanziario corrente = 2.360.485.641

Fabbisogno finanziario consolidato = 7.049.307.171

Autofinanziamento = 34.485.607

Capitale proprio = 4.685.540.605

Debiti correnti = 725.833.491

Debiti non correnti = 3.963.933.109

Attraverso una prima analisi possiamo notare come il fabbisogno finanziario corrente pari a € 2.360.485.641 risulti coperto solo parzialmente dalle fonti a breve che assumono un valore di € 760.319.098. Per quanto riguarda il fabbisogno finanziario consolidato, invece, avremo il risultato opposto, cioè una presenza di fonti consolidate maggiori del fabbisogno consolidato.

Allo scopo di approfondire l'analisi affiancheremo a questa prima considerazione un'analisi per margini, basata sul calcolo del Capitale circolante netto (CCN) e il Margine di struttura, e un'analisi per indici, basata sull'indice di solidità patrimoniale e sull'indice di indebitamento.

- *Capitale circolante netto* = 2.360.485.641 – 725.833.491 = 1.634.652.150

Il Capitale circolante netto, che assume un valore positivo, sta ad indicare la capacità dell'impresa di coprire il debito a breve termine attraverso gli impieghi correnti, ma data l'assenza delle rimanenze di magazzino possiamo sicuramente rilevare come il valore risulti troppo elevato, situazione che denota un sovraimpiego di fonti consolidate portate a copertura anche di parte degli investimenti liquidi.

- *Margine di struttura* = 4.685.540.605 – 7.049.307.171 = – 2.363.766.566

Come visto in precedenza il Margine di struttura esprime la capacità dell'impresa di coprire il fabbisogno consolidato attraverso il capitale proprio ed esprime importanti informazioni riguardanti il grado di capitalizzazione della società. Anche nell'esercizio 2022 ci troviamo di fronte ad un valore <0, che sta ad indicare un insufficiente grado di capitalizzazione. Integrando, però, nello studio il debito consolidato possiamo rilevare come il valore assunto dal margine è compatibile con la situazione finanziaria aziendale in quanto l'indebitamento a medio/lungo termine risulta pari a € 3.963.933.109, somma che permette la copertura dell'intera differenza, facendo sì che l'azienda assuma un corretto grado di capitalizzazione.

- $Indice\ di\ indebitamento = (9.409.792.812 - 4.685.540.605) / 9.409.792.812 = 0.502$

Il valore assunto dall'indice denota un aumento dell'autonomia patrimoniale dovuta alla diminuzione del peso dell'indebitamento sul totale delle risorse che passa dal circa 54% del 2021 al circa 50% del 2022. Nonostante il netto miglioramento la struttura finanziaria presenta ancora un elevato grado di dipendenza finanziaria nei confronti dei soggetti terzi.

- $Indice\ di\ solidità\ patrimoniale = 7.049.307.171 / (4.685.540.605 + 3.963.933.109) = 0.81$

L'indice, come visto in precedenza, rileva la capacità dell'azienda di finanziare l'acquisto delle immobilizzazioni facendo ricorso alle risorse consolidate presenta un valore <1, situazione che identifica un eccessivo ricorso a fonti di finanziamento consolidate per la copertura del fabbisogno.

Analizzando la corrispondenza temporale delle fonti e degli impieghi risulta evidente come la società presenti uno squilibrio della struttura finanziaria di € 1.600.166.543 dovuto all'eccessiva presenza di fonti consolidate, che obbligheranno l'azienda a sostenere elevati costi finanziari legati principalmente agli interessi passivi da corrispondere sui debiti assunti. Nonostante il netto miglioramento della struttura finanziaria dal 2021 che ha permesso

all'azienda di avere maggiore liquidità e di aumentare l'utile d'esercizio i manager possono migliorare la presente struttura finanziaria attraverso una diminuzione del debito consolidato rimborsando anticipatamente una parte dei prestiti obbligazionari o una parte dei “debiti verso banche”, cioè finanziamenti e linee bilaterali.

BIBLIOGRAFIA

Giannessi E., *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Giuffrè, Milano, 1982

Incollingo A., *Il fabbisogno finanziario dell'impresa. Aspetti quantitativi e di politica aziendale*, Giuffrè, Milano 1996

Manelli A., Pace R., *Finanza di impresa. Analisi e metodi*, Isedi, Torino, 2009

Zappa G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, II, Giuffrè, Milano, 1957