

## Indice

<b>1. Introduzione.....</b>	<b>6</b>
<b>2. Il reperimento dei dati per l'analisi .....</b>	<b>7</b>
<b>3. La redazione del bilancio e la comprensione dei criteri di valutazione .....</b>	<b>9</b>
<b>4. La riclassificazione del bilancio di esercizio.....</b>	<b>10</b>
4.1. Introduzione .....	10
4.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale.....	11
4.2.1. <i>La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio gestionale ....</i>	<i>11</i>
4.2.2. <i>La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario... </i>	<i>15</i>
4.3. La riclassificazione del conto economico .....	23
4.3.1. <i>La riclassificazione del conto economico secondo lo schema a valore della produzione e a valore aggiunto .....</i>	<i>27</i>
4.3.2. <i>La riclassificazione del conto economico secondo lo schema a ricavi e costo del venduto .....</i>	<i>30</i>
<b>5. Gli indici di bilancio.....</b>	<b>33</b>
5.1. Introduzione .....	33
5.2. Gli indici per l'analisi della dimensione reddituale.....	36
5.2.1. <i>Introduzione .....</i>	<i>36</i>
5.2.2. <i>La redditività del capitale proprio: il ROE .....</i>	<i>37</i>
5.2.3. <i>L'analisi del ROE.....</i>	<i>37</i>
5.2.4. <i>La redditività del capitale investito: il ROI .....</i>	<i>39</i>
5.2.5. <i>L'analisi dell'effetto di leva finanziaria.....</i>	<i>41</i>
5.2.6. <i>L'incidenza delle gestioni straordinaria e fiscale .....</i>	<i>44</i>
5.3. Gli indici per l'analisi della liquidità .....	46
5.3.1. <i>Introduzione .....</i>	<i>46</i>
5.3.2. <i>Gli indici di durata .....</i>	<i>46</i>
5.3.3. <i>Gli indici di disponibilità e liquidità immediata.....</i>	<i>50</i>
5.4. Gli indici per l'analisi della solidità .....	52
5.4.1. <i>Introduzione .....</i>	<i>52</i>
5.4.2. <i>L'analisi della struttura degli impieghi.....</i>	<i>53</i>
5.4.3. <i>L'analisi della struttura delle fonti di finanziamento.....</i>	<i>54</i>
5.4.4. <i>L'analisi delle relazioni fonti-impieghi.....</i>	<i>55</i>
5.5. Gli indici di sviluppo.....	56
5.6. Gli indici di produttività.....	62
<b>6. L'analisi dei flussi dei fondi ed il rendiconto monetario .....</b>	<b>63</b>
6.1. Introduzione .....	63
6.2. La determinazione dei flussi finanziari e monetari.....	65
<b>7. I confronti temporali e spaziali .....</b>	<b>71</b>
<b>8. L'analisi di sensitività.....</b>	<b>77</b>

8.1.	Introduzione .....	77
8.2.	Le fasi dell'analisi e i coefficienti di sensitività.....	78
8.3.	Un esempio.....	80

## Indice delle figure

Figura 1.	Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale.....	13
Figura 2.	Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario .....	16
Figura 3.	Rappresentazione grafica dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario.....	22
Figura 4.	Gestione corrente e non corrente .....	24
Figura 5.	Gestione corrente e non corrente: una semplificazione.....	24
Figura 6.	Una rappresentazione schematica di un conto economico riclassificato.....	25
Figura 7.	Il conto economico riclassificato secondo il criterio "a valore della produzione e valore aggiunto" .....	28
Figura 8.	Il conto economico riclassificato secondo il criterio "a ricavi e costo del venduto" .....	30
Figura 9.	Il costo del venduto nelle aziende industriali .....	31
Figura 10.	Le relazioni tra redditività, sviluppo, solidità e liquidità aziendali.....	34
Figura 11.	L'effetto leva finanziaria .....	43
Figura 12.	L'effetto paratasse .....	44
Figura 13.	La durata del capitale circolante netto operativo.....	49
Figura 14.	Il rendiconto monetario.....	67
Figura 15.	Conto economico riclassificato dell'impresa ALFA.....	80
Figura 16.	Diagramma di sensitività.....	81

## 1. Introduzione

L'analisi di bilancio è un'espressione ellittica che indica il processo di analisi della performance dell'impresa mediante la lettura e l'analisi dei suoi bilanci.

È dunque, il processo che attraverso lo studio dei bilanci dell'impresa, corredati da informazioni extra-contabili di varia natura, e mediante l'applicazione di opportune tecniche, giunge alla formulazione di valutazioni e giudizi sulla gestione aziendale, analizzata sotto gli aspetti reddituale, finanziario e patrimoniale. Quando condotta dall'interno dell'impresa l'analisi di bilancio costituisce un primo approccio al controllo di gestione.

Il processo di analisi di bilancio si articola nelle seguenti fasi:

- a) reperimento dei bilanci dell'impresa e delle altre informazioni utili all'analisi;
- b) revisione del bilancio e comprensione dei criteri di valutazione utilizzati nella redazione del bilancio;
- c) riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico sulla base di criteri funzionali agli obiettivi dell'analisi;
- d) calcolo degli indici di bilancio per l'analisi degli aspetti reddituale, finanziario e patrimoniale dell'azienda e composizione degli stessi in un sistema unico e integrato e in sottosistemi di indagine di specifiche aree gestionali;
- e) redazione, mediante la tecnica di analisi dei flussi dei fondi, di rendiconti finanziari e/o monetari, validi per lo studio della dinamica finanziaria d'impresa;
- f) lettura coordinata ed integrata dei valori riclassificati, degli indici e dei flussi al fine di inferire sulle caratteristiche e le *performance* della gestione aziendale e comparazioni tra rielaborazioni di bilanci riferiti ad anni diversi ma relativi alla stessa impresa (confronti

temporali); tra rielaborazioni di bilanci riferiti ad imprese diverse (confronti spaziali o interaziendali); oppure tra dati di bilancio e dati di *budget*. In quest'ambito rientra anche l'analisi di sensibilità dei risultati dell'impresa.

Le fasi dell'analisi di bilancio sono discusse in modo più approfondito di seguito.

## **2. Il reperimento dei dati per l'analisi**

Il primo problema che l'analista di bilancio deve affrontare è connesso al reperimento dei dati utili per l'analisi.

Tra questi rientrano non solo i bilanci ma anche dati di varia natura ed origine che permettono di integrare le informazioni ricavabili dai prospetti di bilancio e che valgono ad approfondire la comprensione della gestione aziendale.

Le analisi possono essere condotte su:

- bilanci interni o esterni;
- bilanci annuali o infraannuali.

Nel caso di analisi interne l'angolo di osservazione è quello del soggetto che assume le decisioni di governo dell'impresa. In questo caso l'analisi di bilancio è uno strumento di controllo della gestione aziendale e può risultare utile tanto ai fini previsionali che di confronto con i concorrenti nell'ambito delle cosiddette attività di *benchmarking*.

Le analisi interne sono caratterizzate dalla conoscenza puntuale sia dei criteri di valutazione adottati in fase di redazione del bilancio che delle informazioni extra-contabili sull'andamento della gestione. In questo caso i dati e le informazioni sono, per così dire, originari, ovvero non filtrati dalle politiche di bilancio adottate dall'impresa.

Le politiche di bilancio consistono nell'applicazione, nei limiti concessi dalla normativa civilistica vigente, di criteri di valutazione tali da comporre, nel bilancio di esercizio, gli interessi dei diversi soggetti interessati alla gestione aziendale. Per questo il bilancio pubblico può essere caratterizzato da un maggiore o minore grado di trasparenza e attendibilità. Si tenga poi presente che quando tali politiche assumano carattere degenerativo, che porta, ad esempio, alla costituzione di riserve occulte, il bilancio di esercizio perde in parte la caratteristica di essere uno strumento per la comunicazione esterna della situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa, con grave pregiudizio per l'attività di analisi esterna.

Le analisi esterne soffrono, inoltre, di limitazioni anche per il reperimento di informazioni extra-contabili e si basano perciò in misura rilevante sui documenti pubblici ed eventualmente su relazioni informali con fonti interne all'impresa.

Le analisi esterne risentono, in misura maggiore di quelle interne, della soggettività, della esperienza e delle capacità dell'analista.

Esse hanno l'obiettivo di analizzare gli equilibri economico-finanziari dell'impresa per finalità di confronto o per l'acquisizione di informazioni utili alle decisioni degli operatori dei mercati e degli istituti finanziari.

### **3. La redazione del bilancio e la comprensione dei criteri di valutazione**

L'analista di bilancio, soprattutto se esterno all'impresa, deve verificare la conformità dei criteri di valutazione utilizzati nella redazione del bilancio con quelli prescritti dalla normativa vigente e proposti dalla dottrina economico-aziendale.

Innanzitutto deve appurare la corrispondenza tra fatti di gestione, rilevazioni contabili e valori di bilancio. Tale verifica richiede, tuttavia, un attivo lavoro di ricognizione e indagine presso la società che non è solitamente concesso all'analista esterno.

Giova allora, quando possibile, l'utilizzo delle conclusioni cui siano giunte società di revisione e certificazione che abbiano avuto il compito di revisionare e certificare il bilancio.

La certificazione è un atto di controllo esterno e indipendente ad opera di soggetti autorizzati (società di revisione e certificazione), iscritti in un albo speciale tenuto dalla CONSOB, i quali verificano l'attendibilità del bilancio e la rispondenza ai criteri di valutazione e alle altre disposizioni del codice civile e dei principi contabili di generale accettazione.

La disponibilità della relazione di certificazione, sebbene faciliti il compito dell'analista, non lo esime dall'analisi e dalla comprensione dei criteri di valutazione utilizzati. Anzi egli deve prestare una notevole attenzione alle modalità con cui la società di revisione ha condotto la sua attività e ai risultati cui essa è giunta

## **4. La riclassificazione del bilancio di esercizio**

### **4.1. Introduzione**

La riclassificazione del bilancio di esercizio è il procedimento che permette la rielaborazione e la presentazione del bilancio attraverso schemi utili all'analisi economico-finanziaria dell'impresa.

La riclassificazione del bilancio permette di evidenziare significativi margini economici e

finanziari intermedi che costituiscono la base per la costruzione degli indici di bilancio.

Essa deve essere successiva ad una attività di revisione del bilancio atta a verificare la corretta applicazione delle disposizioni legislative e dei principi contabili generalmente accettati. Nel caso in cui il bilancio sia soggetto a revisione esterna da parte di un'apposita società (società di revisione e certificazione) il compito del riclassificatore è ovviamente facilitato, sebbene egli non possa esimersi dalla verifica anzidetta. Anzi dovrà comprendere i criteri di revisione utilizzati e le eventuali eccezioni sollevate dalla società di revisione.

L'attività di riclassificazione deve fondarsi non solo sui prospetti contabili dello stato patrimoniale e del conto economico, ma anche su tutte le altre informazioni disponibili che, per l'analista esterno, comprendono, tra l'altro, la nota integrativa, la relazione sulla gestione, la relazione del collegio sindacale, la relazione di certificazione, se presente, gli allegati relativi ai bilanci delle società controllate e collegate e altre informazioni derivanti da fonti esterne quali, ad esempio, giornali e riviste specializzate, studi di settore, ecc.

#### **4.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale**

La riclassificazione dello stato patrimoniale può essere effettuata almeno secondo due criteri:

1. il *criterio della pertinenza gestionale*, in base al quale le voci di bilancio vengono riclassificate in funzione del loro collegamento con le aree gestionali dell'impresa. Si tratta allora di distinguere i valori relativi all'area caratteristica dell'impresa, ovvero quei valori connessi alle operazioni che realizzano l'oggetto caratterizzante l'attività economica dell'impresa, dai valori relativi alle altre aree.

2. il *criterio finanziario*, in base al quale le attività e le passività vengono riclassificate in funzione della loro attitudine a divenire liquide ed esigibili entro i dodici mesi successivi alla data cui si riferisce il bilancio oppure oltre tale periodo.

Per entrambi i criteri di riclassificazione le attività, al netto dei fondi rettificativi,

rappresentano gli investimenti effettuati dall'impresa mentre le passività rappresentano, sia pure con qualche forzatura, le fonti di finanziamento della gestione aziendale.

L'attivo netto costituisce il capitale investito che, con configurazioni diverse permetterà la costruzione di vari indici di bilancio. Il passivo e il capitale netto costituiscono, invece, il capitale acquisito che, ovviamente, è pari al capitale investito.

#### *4.2.1. La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio gestionale*

La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio gestionale è volta a distinguere tra gli investimenti effettuati dall'impresa, quelli relativi all'area caratteristica da quelli propri di altre aree.

In termini generali, gli investimenti dell'area caratteristica vengono ulteriormente distinti in relazione al loro collegamento con il ciclo acquisti-trasformazione-vendite. Si determina così:

- il *capitale circolante lordo caratteristico* costituito da:

- liquidità immediate, del tipo cassa e banca c/c, nella misura in cui queste costituiscono il volano richiesto dalle operazioni correnti di gestione;

- i crediti verso clienti, al netto del relativo fondo di svalutazione;

- i crediti commerciali verso società controllate e collegate, al netto del fondo svalutazione;

- le scorte di magazzino al netto dell'eventuale fondo svalutazione.

- il *capitale fisso caratteristico* costituito dagli investimenti per i quali il collegamento con il ciclo acquisti-trasformazione-vendite non è immediato; e cioè:

- immobili industriali al netto del fondo ammortamento;

- impianti, macchinari e attrezzature al netto dei fondi ammortamento;

- brevetti e marchi al netto dei fondi ammortamento;

- partecipazioni operative al netto del fondo svalutazione.

Le restanti voci dell'attivo patrimoniale determinano, in via residuale, gli investimenti dell'area non caratteristica, costituiti in prevalenza da:

- titoli a breve nei quali è stata investita la liquidità in eccesso rispetto a quelle necessarie alla gestione caratteristica aziendale;
- crediti finanziari per i quali non sia possibile intravedere un collegamento diretto con la gestione caratteristica dell'impresa;
- immobili civili al netto del fondo ammortamento;
- partecipazioni, al netto del relativo fondo di svalutazione, qualora costituiscano l'investimento di eccedenze di liquidità.

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento è possibile enucleare le passività correnti, connesse al ciclo operativo aziendale, che sono costituite da:

- anticipi da clienti;
- crediti verso fornitori;
- la quota del fondo TFR pagabile entro i dodici mesi successivi alla data di chiusura del bilancio;
- i debiti tributari per la parte relativa al reddito della gestione caratteristica. Tale quota potrebbe calcolarsi in via semplificata moltiplicando l'aliquota media fiscale per il reddito prodotto dall'area caratteristica, come definito più avanti.

Le restanti fonti di finanziamento, qualora non sia chiara la loro natura, possono distinguersi tra fonti a breve o a lungo termine, e/o tra fonti a titolo di rischio o a titolo di credito.

Solitamente però si preferisce non effettuare la riclassificazione gestionale delle fonti di finanziamento, limitandosi a ordinarle in funzione del loro grado di esigibilità.

Lo schema di riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale è presentato in figura 1.

La distinzione delle attività e delle passività secondo l'appartenenza all'area caratteristica poggia su un insieme informativo che sovente non è disponibile per l'analista esterno.

Figura 1. Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale

INVESTIMENTI	FONTI DI FINANZIAMENTO
<p><b>A) INVESTIMENTI DELL'AREA CARATTERISTICA</b></p> <p>CAPITALE CIRCOLANTE LORDO</p> <p>cassa, banca c/c</p> <p>crediti verso clienti</p> <p>anticipi a fornitori</p> <p>altri crediti caratteristici correnti</p> <p>- fondi svalutazione crediti</p> <p>scorte di magazzino</p> <p>fondi svalutazione magazzino</p> <p>CAPITALE FISSO</p> <p>immobili industriali</p> <p>impianti, macchinari, attrezzature</p> <p>- fondi ammortamento</p> <p>brevetti, avviamento</p> <p>diritti di concessione</p> <p>spese pluriennali</p> <p>- fondi ammortamento</p> <p>partecipazioni operative</p> <p>- fondi svalutazione partecipazioni operative</p> <p><b>B) AREA NON CARATTERISTICA</b></p> <p>CAPITALE CIRCOLANTE LORDO NON CARATTERISTICO</p> <p>titoli a breve</p> <p>crediti finanziari</p> <p>- fondi svalutazione crediti finanziari</p> <p>crediti non caratteristici correnti</p> <p>CAPITALE FISSO NON CARATTERISTICO</p> <p>immobili civili</p> <p>- fondi ammortamento immobili civili</p> <p>partecipazioni</p> <p>crediti a medio e lungo termine</p> <p>- fondi svalutazione</p> <p><b>TOT = CAPITALE INVESTITO</b></p>	<p>PASSIVITÀ CORRENTI CARATTERISTICHE</p> <p>Debiti verso fornitori</p> <p>Anticipi da clienti</p> <p>Quota a breve TFR</p> <p>Quota debiti tributari</p> <p>PASSIVITÀ CORRENTI NON CARATTERISTICHE</p> <p>PASSIVITÀ CONSOLIDATE</p> <p>MEZZI PROPRI</p> <p><b>TOT = CAPITALE ACQUISITO</b></p>

Deriva da quanto detto che il criterio della pertinenza gestionale può essere meglio applicato da chi opera all'interno dell'impresa, rimanendo comunque influenzato dalla soggettività e dalla discrezionalità dell'analista.

#### *4.2.2. La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario*

Il criterio finanziario distingue tra le poste di bilancio quelle la cui liquidità/esigibilità è a breve da quelle con liquidità/esigibilità a lungo termine. La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario consente di inferire giudizi sulla situazione finanziaria e sulla elasticità strutturale dell'impresa, permettendo di integrare l'analisi reddituale basata sul conto economico e di formulare, perciò, giudizi sulla gestione aziendale nel suo complesso.

Al riguardo è da sottolineare che il criterio in oggetto può assumere connotazioni differenti a seconda che si voglia indagare la liquidità della gestione aziendale nel suo complesso o, invece, la liquidità dei singoli investimenti. Nel primo caso infatti si provvederà a distinguere il capitale immobilizzato da quello circolante, in funzione delle particolari politiche gestionali dell'impresa. Quindi rientreranno nel primo aggregato anche la scorta minima di sicurezza, che deve sempre essere presente in azienda per il normale svolgimento dell'attività produttiva, e il livello minimo di liquidità in grado di consentire l'equilibrato svolgimento della gestione. Specularmente il capitale circolante potrà comprendere elementi di per sé stessi qualificabili come capitale fisso (ad esempio impianti, edifici, ecc.) ma allocati in tale aggregato per l'intenzione dell'impresa di considerarli come investimenti potenzialmente mobilizzabili in termini immediati.

Il criterio finanziario basato sulla liquidità dei singoli investimenti ne effettua l'analisi identificando nel periodo convenzionale di un anno quello che permette di distinguere tra capitale fisso e circolante.

È inoltre di più agevole realizzazione da parte dell'analista esterno, il quale dovrà, ad

evidenza, distinguere tra le poste di bilancio in base ad un criterio convenzionale, per così dire estraneo alla realtà gestionale dell'impresa, alla quale è invece direttamente legato il criterio analizzato nel paragrafo precedente. Per il prosieguo dell'analisi si farà riferimento al criterio finanziario basato sulla liquidità dei singoli investimenti.

Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario si presenta come in figura 2.

L'attivo viene distinto nella parte corrente, che costituisce il capitale circolante lordo, e in quella immobilizzata. Il passivo è distinto tra passività correnti, passività consolidate e mezzi propri aziendali.

Gli investimenti a breve sono presentati in ordine di liquidità crescente e sono classificati, perciò, in:

- *liquidità immediate*, rappresentate dai fondi liquidi disponibili in cassa o presso banche e dai titoli di pronto realizzo;

- *liquidità differite*, rappresentate dai crediti di regolamento e di finanziamento che si realizzano entro un anno ed espressi al netto degli eventuali fondi di rettifica;

- *disponibilità non liquide*, costituite dalle scorte di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e merci, al netto dei relativi fondi di rettifica.

Il capitale fisso (o immobilizzato) è distinto, secondo la natura delle voci, in:

- *immobilizzazioni tecniche*, costituite da terreni, fabbricati ad uso industriale, impianti, macchinari e attrezzature, crediti a lungo termine verso fornitori di immobilizzazioni, al netto dei fondi ammortamento;

- *immobilizzazioni immateriali*, costituite da brevetti, marchi, licenze, avviamento, spese di impianto e di ampliamento, al netto dei fondi ammortamento;

Figura 2. Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario

INVESTIMENTI	FONTI DI FINANZIAMENTO
<b>A) CAPITALE CIRCOLANTE LORDO FINANZIARIO</b> LIQUIDITÀ IMMEDIATE Cassa e banche Titoli a breve  LIQUIDITÀ IMMEDIATE Crediti verso clienti Altri crediti a breve (Fondo svalutazione crediti)  DISPONIBILITÀ NON LIQUIDE Scorte (Fondo svalutazione scorte)  <b>B) CAPITALE FISSO</b> Immobilizzazioni tecniche (Fondi ammortamento) Immobilizzazioni immateriali (Fondi ammortamento) Immobilizzazioni finanziarie (Fondi svalutazione)  <b>A + B = CAPITALE INVESTITO</b>	<b>C) PASSIVITÀ CORRENTI</b> Banche c/c passivo Debiti verso fornitori Anticipi da clienti Quota a breve TFR Quota a breve dei finanziamenti a lungo termine Debiti tributari  <b>D) PASSIVITÀ CONSOLIDATE</b> Finanziamenti a lungo termine Prestiti obbligazionari Fondo TFR  <b>C + D = CAPITALE A TITOLO DI CREDITO</b>  <b>E) MEZZI PROPRI</b> Capitale Sociale Riserve legali e statutarie Altre riserve Utile (perdita) dell'esercizio  <b>C + D + E = CAPITALE ACQUISITO</b>

- *immobilizzazioni finanziarie*, costituite da crediti a lungo termine, partecipazioni ed eventualmente crediti in sofferenza, al netto dei relativi fondi di svalutazione.

Dal lato delle fonti finanziarie si opera una duplice distinzione:

- la prima è tra capitale acquisito a titolo di credito e capitale acquisito a titolo di rischio;
- la seconda, basata sul criterio della esigibilità, tra fonti finanziarie correnti e fonti finanziarie a lungo termine (o consolidate).

Le passività correnti sono costituite in prevalenza da:

- debiti verso fornitori;
- finanziamenti a breve termine;
- debiti tributari a breve;
- quote relative a passività consolidate ma esigibili nell'arco dei dodici mesi.

Le passività consolidate sono costituite da fonti a medio e lungo termine e, in particolare, da:

- finanziamenti a lungo termine;
- prestiti obbligazionari;
- TFR.

Questi due aggregati compongono il capitale acquisito a titolo di credito.

Il terzo aggregato presentato nello schema è quello dei mezzi propri, determinato da:

- capitale sociale;
- riserve di varia natura;
- utili/perdite dell'esercizio o di esercizi precedenti.

La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario necessita di alcuni chiarimenti con riferimento alla riclassificazione di alcune poste:

a) *crediti verso azionisti per decimi ancora da versare*: è noto che in sede di costituzione della società o di aumento del capitale sociale è possibile distinguere tra:

- conferimento di diritto, consistente nell'impegno assunto dai soci;
- conferimento di fatto, relativo all'apporto effettivo del capitale sottoscritto.

Il richiamo dei decimi sottoscritti ma non ancora versati avviene su richiesta degli amministratori in base alle esigenze gestionali dell'impresa.

È possibile effettuare una distinzione tra i crediti per i decimi già richiamati, che costituiscono perciò un credito a breve termine inseribile tra le liquidità differite, e i crediti per decimi non ancora richiamati che costituiscono un'attività a lungo termine classificabile tra le immobilizzazioni finanziarie.

b) le *giacenze di magazzino* sono considerate investimenti con realizzo a breve termine e sono incluse tra le disponibilità non liquide.

La riclassificazione delle rimanenze deve tener conto della possibilità, spesso verificata nella pratica, che il valore appostato in bilancio non coincida con quello di presumibile realizzo, utile ai fini dell'analisi. Occorre quindi rettificare il valore delle giacenze di magazzino tramite il relativo fondo di svalutazione.

c) i *crediti per anticipi a fornitori* sono distinti a seconda che rappresentino:

- crediti a breve termine, e in questo caso sono collocabili tra le attività correnti e, in particolare, tra le disponibilità non liquide, in quanto il realizzo di questi crediti avverrà presumibilmente con la dazione di materie prime o merci e non con fondi liquidi;

- crediti a lungo termine, relativi ad attività immobilizzate, tra le quali vanno, ovviamente, ricompresi.

d) i *crediti verso clienti*, vanno esposti, come gli altri crediti, al netto dei fondi di svalutazione.

Si tratta, frequentemente, di crediti a breve termine e, perciò, allocabili tra le liquidità differite dello stato patrimoniale riclassificato. È utile tener presente che il valore dei crediti di regolamento comprende spesso un interesse attivo implicito che, secondo corretti principi contabili, dovrebbe essere scorporato dal valore dei crediti e imputato al conto economico.

e) le *ricevute bancarie* sono dei semplici strumenti di incasso dei crediti e non titoli di credito. La loro cessione alle banche non può, perciò, equipararsi allo sconto e il credito sottostante non può dunque essere rimosso dal bilancio. Qualora la contabilizzazione delle ricevute bancarie non segua il corretto procedimento proposto dai principi contabili ma, invece, avvenga con l'eliminazione del valore dei crediti dall'attivo dello stato patrimoniale, l'analista deve operare rettifiche sul bilancio al fine di recuperare, tra le attività, il valore dei crediti connessi all'operazione in analisi e, tra le passività, l'importo del debito verso la banca finanziatrice.

L'importo delle ricevute bancarie è solitamente esposto tra i conti d'ordine.

f) i *crediti commerciali scontati presso banche con la clausola pro solvendo o dati a factoring con azione di regresso e non ancora scaduti* non possono essere rimossi dallo stato patrimoniale; va inoltre evidenziato l'impegno verso la banca o il *factor*.

Si presume cioè che il credito costituisca la garanzia del prestito che l'azienda ha ricevuto dalla banca o dalla società di *factoring*.

Se, contrariamente a quanto disposto dai principi contabili, di tale rapporto si avesse evidenza solo nei conti d'ordine, i crediti dovrebbero essere ricomposti nel bilancio dell'impresa in contropartita al finanziamento, erogato dalla banca o dalla società di *factoring*, che deve essere evidenziato tra le passività..

g) i *crediti ceduti pro soluto o dati a factoring senza azione di regresso* possono essere rimossi dal bilancio sin dal momento della cessione e figurano perciò nei soli conti d'ordine.

h) i *finanziamenti a lungo termine*, rimborsabili a rate, sono distinti in due parti:

- la prima è costituita dalle rate che giungono in scadenza nell'anno seguente ed è inclusa tra le passività correnti, essendo assimilata ai debiti a breve;

- la seconda è costituita dalle restanti rate che invece sono classificabili tra le passività consolidate.

i) il *debito trattamento di fine rapporto* rappresenta un finanziamento indiretto a medio/lungo termine da parte dei dipendenti.

Una parte del debito è però a breve termine, in quanto relativa alle cessazioni di rapporti di lavoro e/o ad eventuali anticipazioni da erogare ai dipendenti in possesso dei requisiti stabiliti dalla legge nell'anno successivo a quello cui si riferisce il bilancio. Quando possibile, per l'esistenza di adeguate informazioni o per la interpolazione di dati relativi agli anni precedenti, è opportuno enucleare la parte a breve del debito e inserirla tra le passività correnti.

Stesso discorso vale per i fondi di quiescenza e anzianità, distinti dal TFR.

j) i *debiti tributari* e il *fondo imposte* vanno allocati distinguendo la parte a breve termine, che confluisce tra le passività correnti, dalla parte a lungo termine, che va inclusa tra le passività consolidate.

k) le *azioni proprie in portafoglio* sono indicate in detrazione delle riserve costituite per il loro acquisto, in quanto rappresentano una riduzione del capitale proprio.

l) le *perdite di esercizio* rappresentano riduzioni del capitale netto e si sottraggono perciò da questo.

m) *l'utile di esercizio*, se possibile, va distinto in due quote:

- la prima costituisce la parte da distribuire ai soci e, in quanto tale, un debito a breve da inserire tra le passività correnti;

- la seconda costituisce l'autofinanziamento in senso proprio e va incluso tra i mezzi propri aziendali.

n) i *ratei e i risconti*, in quanto rappresentano, secondo l'art. 2424 *bis* del cod. civ., componenti di reddito relativi a due o più esercizi, vanno distinti in una parte a breve, classificabile a seconda dei casi tra le poste dell'attivo circolante o del passivo corrente, e in una parte a lungo termine che rientra nel capitale fisso o nel passivo consolidato, a seconda dei casi.

o) i *beni in leasing*, in omaggio al principio della prevalenza della sostanza sulla forma, nel caso di *leasing* finanziario, devono essere inseriti nell'attivo dello stato patrimoniale in contropartita al debito dell'impresa verso la società di *leasing*.

Tuttavia la prassi prevalente adotta il metodo contabile patrimoniale, secondo il quale le operazioni di *leasing* figurano esclusivamente tra i conti d'ordine.

In quest'ultimo caso l'analista di bilancio dovrebbe, se possibile, riportare i valori dell'operazione di *leasing* sopra la linea, iscrivendo nell'attivo immobilizzato il valore del bene oggetto del contratto, e nel passivo il debito verso la società di *leasing*, distinto nella quota in scadenza e nel debito residuo.

L'operazione di rettifica anzidetta dovrebbe essere condotta attualizzando il valore

originario del contratto in funzione del tasso di interesse previsto dal contratto stesso. Si presenta, però, di difficile esecuzione per un analista esterno il quale deve spesso accontentarsi di risultati parziali. Qualora non sia possibile individuare il tasso di attualizzazione per i vari contratti di *leasing* sottoscritti dall'impresa è possibile utilizzare un tasso di sconto medio di mercato per operazioni analoghe.

Dallo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario, rappresentato in forma condensata in figura 2-3, emergono alcune grandezze differenziali utili per l'analisi della liquidità aziendale:

- il *Capitale Circolante Netto Finanziario*, pari alla differenza tra attività correnti e passività correnti, che costituisce in prima approssimazione una misura della solvibilità finanziaria dell'impresa a breve termine;

- il *Margine di Tesoreria*, pari alla differenza tra le liquidità immediate e differite e le passività correnti, che esprime, in valore assoluto la capacità dell'impresa di far fronte al pagamento dei debiti a breve utilizzando le attività circolanti liquide;

- il *Margine di Struttura*, pari alla differenza tra capitale netto ed attività immobilizzate, che esprime, in valore assoluto, la copertura del capitale fisso mediante i mezzi propri.

Figura 3. Rappresentazione grafica dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario

	LIQUIDITÀ IMMEDIATE E DIFFERITE	PASSIVITÀ CORRENTI	
Capitale Circolante Netto finanziario	DISPONIBILITÀ NON LIQUIDE	PASSIVITÀ CONSOLIDATE	Margine di Tesoreria
	CAPITALE IMMOBILIZZATO	MEZZI PROPRI	Margine di Struttura

#### 4.3. La riclassificazione del conto economico

La riclassificazione del conto economico si basa sulla suddivisione delle operazioni svolte dall'impresa in insiemi omogenei secondo due punti di vista:

- con riferimento alle aree gestionali aziendali;
- con riferimento alla ordinarietà/straordinarietà delle operazioni stesse.

L'attività gestionale complessiva dell'impresa può essere utilmente distinta in almeno quattro aree:

1) *area caratteristica*, nella quale confluiscono tutti i valori economici, positivi e negativi, connessi all'attività specifica dell'impresa; ovvero a quella attività che realizza, continuamente, l'oggetto aziendale e i fini per i quali l'impresa è nata;

2) *area patrimoniale*, che raccoglie gli elementi di reddito provenienti dall'impiego di eccedenze di liquidità, ad esempio in titoli e in immobili civili. L'area patrimoniale si configura come area accessoria di quella caratteristica e con carattere residuale, finalizzata alla produzione di reddito addizionale rispetto a quello derivante dalla gestione caratteristica;

3) *area finanziaria*, in cui rientrano gli interessi passivi e gli altri oneri finanziari connessi alla raccolta di capitale finanziario e alle operazioni relative al rimborso e all'accensione di nuovi prestiti;

4) *area fiscale*, cui fanno riferimento i valori relativi alle imposte di esercizio ed eventualmente gli altri componenti negativi di carattere tributario.

Le operazioni di gestione possono inoltre distinguersi in:

- *operazioni ordinarie*, caratterizzate dalla usualità dell'evento in riferimento alle condizioni in cui si esplica la gestione aziendale e/o dalla frequenza temporale di accadimento;

- *operazioni straordinarie*, che, a differenza delle prime, sono caratterizzate dalla inusualità e/o dalla infrequenza temporale. La diversa accezione di straordinarietà introdotta dal legislatore con il DLgs 127/1991 sarà analizzata nel paragrafo 2.4.

Le due distinzioni presentate possono intrecciarsi al fine di distinguere, nell'ambito delle quattro aree gestionali su espresse, l'area corrente da quella straordinaria, come presentato in figura 4.

Figura 4. Gestione corrente e non corrente

Area caratteristica corrente	Area caratteristica non corrente
Area patrimoniale corrente	Area patrimoniale non corrente
Area finanziaria corrente	Area finanziaria non corrente
Area tributaria corrente	Area tributaria non corrente

Specificando quanto illustrato in figura 4 è utile sottolineare che:

- l'*area caratteristica non corrente* riguarda i componenti reddituali relativi, ad esempio, allo smobilizzo dei fattori produttivi a fecondità ripetuta impiegati nel ciclo produttivo dell'impresa e le immobilizzazioni afferenti all'area caratteristica;

- l'*area patrimoniale non corrente* si riferisce ai componenti di reddito provenienti da operazioni analoghe a quelle illustrate al punto precedente ma relative a immobilizzazioni in cui si sono investite eccedenze di liquidità;

- l'*area finanziaria non corrente* è relativa a componenti straordinari connessi alle operazioni di finanziamento quali, ad esempio, eventuali utili/perdite su cambi derivanti da particolari contratti;

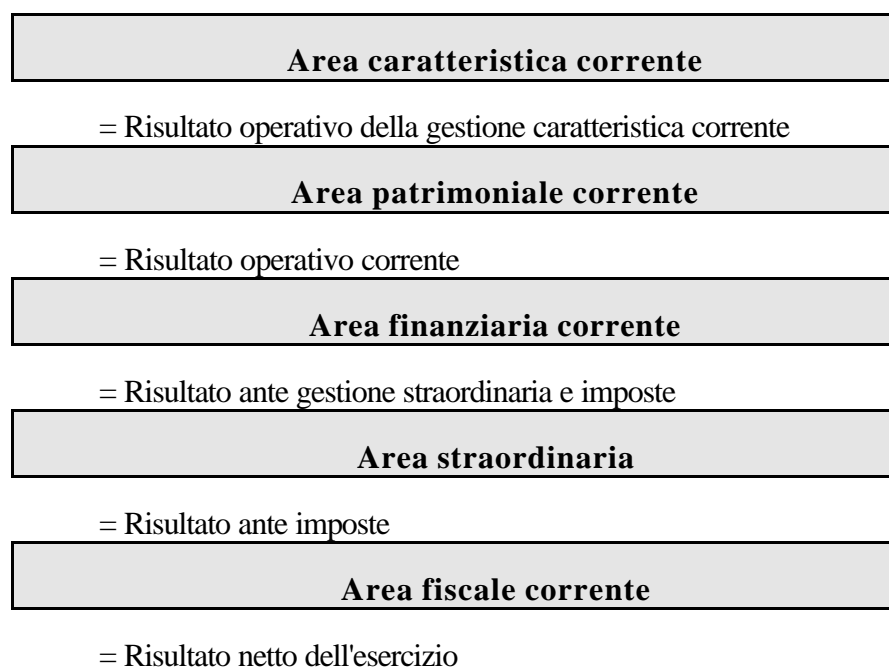
- l'*area fiscale non corrente* include i componenti negativi di reddito derivanti, ad esempio, da contestazioni avanzate dall'amministrazione fiscale e gravanti sull'impresa con carattere non ricorrente.

Per semplicità è però possibile riformulare la figura 4 in modo da ricomprendere tutti i

Figura 5. Gestione corrente e non corrente: una semplificazione

Area caratteristica corrente	Area straordinaria
Area patrimoniale corrente	
Area finanziaria corrente	
Area tributaria corrente	

Figura 6. Una rappresentazione schematica di un conto economico riclassificato



valori relativi ad operazioni straordinarie in un'unica voce, come illustrato nella figura 5.

Nell'area straordinaria rientrano ad esempio le plusvalenze, le minusvalenze, le sopravvenienze e le insussistenze.

Sulla base di quanto detto è possibile rappresentare in forma condensata, come in figura 6, un conto economico riclassificato in modo da evidenziare alcuni significativi risultati economici intermedi.

Il risultato operativo caratteristico corrente deriva dai componenti economici, variamente riclassificati, generati dall'area caratteristica corrente. È in pratica il reddito che proviene dal *core business* aziendale e non risulta influenzato, se non indirettamente, dalle scelte relative alle altre aree gestionali. In particolare risulta libero dai condizionamenti posti dalla onerosità della struttura finanziaria dell'impresa, sebbene risenta degli interessi impliciti accorpatis nel valore dei debiti verso fornitori e non disgiunti in sede di redazione del bilancio, come suggeriscono, invece, i corretti principi contabili.

Il risultato operativo corrente si ottiene sommando all'altro il risultato della gestione

patrimoniale corrente.

Gli altri margini, che si determinano per il concorso delle altre aree gestionali, sono di facile interpretazione.

La riclassificazione del conto economico viene spesso condotta utilizzando uno dei seguenti schemi:

- schema di riclassificazione a valore della produzione e valore aggiunto;
- schema di riclassificazione a ricavi e costo del venduto;

I due schemi di riclassificazione del conto economico, presentati di seguito, permettono di determinare i risultati intermedi visti e si differenziano principalmente per il percorso scelto per addivenire alla determinazione del reddito operativo caratteristico corrente.

#### *4.3.1. La riclassificazione del conto economico secondo lo schema a valore della produzione e a valore aggiunto*

Lo schema in esame, rappresentato in figura 7, permette di apprezzare la gestione aziendale per la sua capacità di generare ricchezza e di distribuirla tra i fattori che partecipano alla produzione.

La prima parte dello schema propone la considerazione che non tutta l'attività produttiva dell'impresa è subordinata all'ottenimento dei prodotti che saranno venduti nell'esercizio; ma è invece destinata anche alla produzione di semilavorati e prodotti finiti che andranno ad incrementare le giacenze di magazzino e alla realizzazione di beni costruiti in economia.

Si determina così il *prodotto interno lordo d'esercizio o valore della produzione*, pari alla somma algebrica di:

- ricavi netti di vendita;
- variazioni delle rimanenze di semilavorati e prodotti finiti;
- valore dei beni costruiti in economia.

La variazione delle giacenze di semilavorati e prodotti finiti sarà positiva se la produzione

ottenuta è maggiore di quella venduta; sarà negativa nel caso contrario, quando cioè si è venduto più di quanto si è prodotto, attingendo quindi al magazzino.

Se dal valore del prodotto interno lordo di esercizio si sottraggono i costi dei fattori produttivi acquisiti dall'esterno, e cioè i costi per l'acquisto di materie prime e merci, i costi per servizi, e la variazione delle rimanenze di materie prime e merci, si ottiene il *valore aggiunto*.

Il valore aggiunto può essere oggetto di una duplice interpretazione:

- da un lato rappresenta la maggior ricchezza prodotta dall'impresa rispetto a quella acquisita dall'esterno in un dato periodo;
- dall'altro rappresenta la capacità dell'impresa di remunerare, più o meno adeguatamente, i fattori di produzione interni.

Sottraendo dal valore aggiunto i costi del lavoro e gli accantonamenti al fondo TFR si ottiene il *marginale operativo lordo*, che rappresenta la capacità dell'impresa di reintegrare il capitale fisico consumato nel processo produttivo.

Sommando algebricamente il margine operativo lordo, gli ammortamenti e gli accantonamenti ai fondi rischi e spese future si determina il *reddito operativo della gestione caratteristica corrente* e da questo, attraverso il concorso successivo dei componenti economici delle altre aree gestionali, il *risultato netto di esercizio*.

Figura 7. Il conto economico riclassificato secondo il criterio "a valore della produzione e valore aggiunto"

Ricavi netti delle vendite e delle prestazioni
+/- Variazione rimanenze prodotti finiti e semilavorati
+/- Variazione delle produzioni interne
<b>= Prodotto interno lordo d'esercizio</b>
- Costi per materie prime e altri
+/- Variazione delle rimanenze di materie prime e merci
= <i>Consumo materie prime</i>
- Lavorazioni esterne
- Altri costi esterni
<b>= Valore aggiunto</b>
- Costo per il personale
<b>= Margine operativo lordo</b>
- Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni
- Altri accantonamenti
<b>= Reddito operativo gestione caratteristica corrente</b>
-/+ Saldo gestione patrimoniale
<b>= Reddito operativo corrente</b>
- Oneri finanziari
<b>= Reddito ante gestione straordinaria e imposte</b>
-/+ Saldo gestione straordinaria
<b>= Reddito ante imposte</b>
- IRPEG
- IRAP
<b>= Risultato netto</b>

Per concludere è opportuno sottolineare che gli interessi passivi presentati nel conto economico sono normalmente sottostimati rispetto a quelli propriamente precisabili.

Interessi finanziari impliciti sono infatti incorporati nel valore di altre voci di costo, quali ad esempio quelle relative agli acquisti effettuati a credito, ai quali si è già accennato in precedenza, e alle quote del debito per TFR che, come noto, sono in parte frutto di rivalutazioni del fondo esistente nell'anno precedente (art. 2120 cod. civ.) che configurano elementi assimilabili ad oneri finanziari.

Risulta opportuno, quando possibile, scorporare tali interessi e presentarli come componenti dell'area finanziaria.

Lo stesso discorso può valere inoltre per gli interessi attivi, una parte dei quali è solitamente incorporata nel valore dei crediti verso clienti, che dovrebbero essere inclusi nell'area patrimoniale.

#### *4.3.2. La riclassificazione del conto economico secondo lo schema a ricavi e costo del venduto*

Nel conto economico riclassificato a ricavi e costo del venduto, presentato in figura 8, i componenti economici sono classificati per destinazione; quindi le varie categorie di valori, che nel conto economico sono distinte per natura, cioè per titolo specifico di sostenimento o conseguimento, nello schema proposto sono collegati alle varie funzioni aziendali.

Figura 8. Il conto economico riclassificato secondo il criterio "a ricavi e costo del venduto"

Ricavi lordi della gestione caratteristica corrente - Resi, sconti abbuoni
<b>Ricavi netti della gestione caratteristica corrente</b>
Giacenze iniziali di magazzino + Acquisti netti di materie prime e semilavorati + Lavorazioni esterne + Manodopera diretta + Altri costi del personale + Ammortamenti + Altri costi industriali + Accantonamenti ai fondi rischi su crediti - Giacenze finali di magazzino =Costo del prodotto venduto <b>- Costo del prodotto venduto</b>
<b>= Risultato lordo industriale</b>
Costi del personale + Ammortamenti + Altri costi generali e amministrativi =Costi generali e amministrativi <b>- Costi generali e amministrativi</b>
Costi del personale + Ammortamenti + Altri costi commerciali e distributivi = Costi commerciali e distributivi <b>- Costi commerciali e distributivi</b>
<b>= Reddito operativo gestione caratteristica corrente</b>
-/+ Saldo gestione patrimoniale
<b>= Reddito operativo corrente</b>
- Oneri finanziari
<b>= Reddito ante gestione straordinaria e imposte</b>
-/+ Saldo gestione straordinaria
<b>= Reddito ante imposte</b>
- IRPEG
- IRAP
<b>= Risultato netto</b>

Figura 9. Il costo del venduto nelle aziende industriali

Giacenze iniziali di materie prime
+ Acquisti di materie prime
- Giacenze finali di materie prime
<hr style="border: 1px solid black;"/>
<b>= Consumi di materie prime</b>
+ Manodopera e relativi oneri
+ Ammortamenti industriali
+ Altri costi industriali
+ Giacenze iniziali di semilavorati
- Giacenze finali di semilavorati
<hr style="border: 1px solid black;"/>
<b>= Costi di produzione</b>
- Produzioni interne capitalizzate
<hr style="border: 1px solid black;"/>
<b>= Costo del prodotto finito</b>
+ Giacenze iniziali di prodotti finiti
- Giacenze finali di prodotti finiti
<hr style="border: 1px solid black;"/>
<b>= Costo del prodotto venduto</b>

È chiaro che un valido supporto per una riclassificazione di questo tipo è costituito dalla contabilità analitica. Ma questa considerazione rende ancora più evidente il fatto che tale schema di riclassificazione difficilmente può essere redatto da un analista esterno se non con ampi margini di soggettività.

Nella prima parte dello schema, la contrapposizione del costo del venduto ai ricavi di vendita determina il *risultato lordo industriale* il quale afferisce, secondo la logica dello schema, alla funzione di produzione.

Il *costo del venduto*, il cui significato è evidente, può inoltre essere disaggregato, come in tabelle 2-9 e 2-10, al fine di individuare aggregati intermedi utili all'analisi.

Nelle imprese mercantili il costo del venduto si determina sommando le rimanenze iniziali di merci agli acquisti e sottraendo le rimanenze finali.

Lo schema di riclassificazione a ricavi e costo del venduto è focalizzato sull'attività di produzione di beni e/o servizi destinati alla vendita. Infatti il costo delle produzioni capitalizzate, così come la variazione delle rimanenze di semilavorati e prodotti finiti, figurano all'interno del costo del venduto come storno di costi, evidenziando così i risultati commerciali dell'impresa.

Se dal risultato lordo industriale si sottraggono i costi generali e amministrativi e i costi commerciali e distributivi, che completano il quadro dei costi riferibili all'area caratteristica dell'impresa, si ottiene il risultato operativo caratteristico corrente e da questo, seguendo lo schema generale presentato in figura 6, il risultato netto.

## **5. Gli indici di bilancio**

### **5.1. Introduzione**

Gli indici di bilancio, detti anche quozienti o *ratios*, sono rapporti tra i valori del bilancio e non che hanno lo scopo di agevolare l'analisi reddituale, finanziaria e patrimoniale dell'impresa.

Possono essere costituiti da rapporti tra valori del solo stato patrimoniale, o da rapporti tra valori del solo conto economico o da rapporti tra valori dello stato patrimoniale e del conto economico, o infine da rapporti tra valori di bilancio e grandezze non contabili, come ad esempio il rapporto tra il fatturato e il numero dei dipendenti.

Gli indici possono essere distinti a seconda che riguardino la dimensione reddituale, la dimensione finanziaria, la dimensione patrimoniale, le condizioni di produttività della gestione aziendale e quelle di sviluppo.

In ogni caso tutti gli indici hanno un significato solo se considerati come parte di un sistema integrato. La gestione aziendale, infatti, sebbene indagata sotto differenti aspetti è unica e come tale va analizzata.

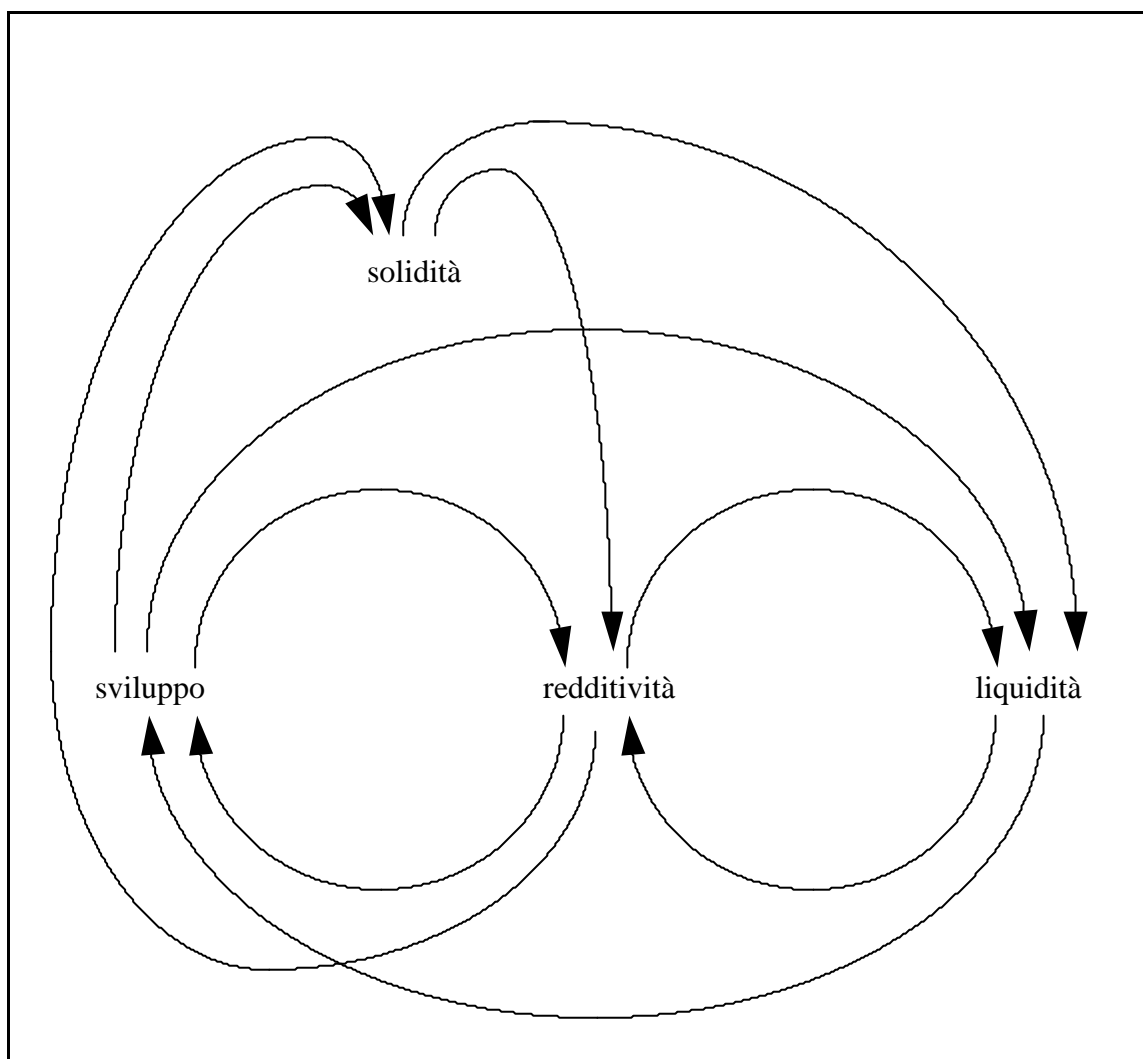
Si pensi, ad esempio, alle relazioni che legano tra loro la redditività, lo sviluppo, la solidità e la liquidità aziendale.

Lo sviluppo può essere inteso sia nel senso operativo, di incremento del fatturato, che strutturale, di variazione del capitale investito, come si vedrà nel capitolo 8.

La solidità si riferisce alla capacità dell'azienda di essere sovibile nel lungo periodo ed è illustrata sia dai rapporti relativi al grado di indebitamento che da quelli riferiti all'analisi della struttura patrimoniale dell'impresa, come, ad esempio, il grado di copertura delle immobilizzazioni con i mezzi propri.

La redditività aziendale determina, attraverso l'autofinanziamento generato dalla gestione, lo sviluppo internamente sostenibile dall'impresa; questo può consolidare la redditività nel lungo termine attraverso un circolo virtuoso di azione e retroazione. Inoltre, la capacità dell'impresa di generare un utile positivo si può riflettere sulla liquidità dell'impresa, in funzione del suo grado di monetarietà. Si tenga però presente che per il buon andamento della gestione aziendale le condizioni di equilibrio reddituale e monetario possono anche non verificarsi simultaneamente e che vi possono essere situazioni nelle quali la presenza di un utile positivo e di un margine di liquidità elevato possono derivare da politiche di disinvestimento, di natura non ripetibile e talvolta in grado di minare l'attività aziendale nel futuro.

Figura 10. Le relazioni tra redditività, sviluppo, solidità e liquidità aziendali



Lo sviluppo è ovviamente connesso anche alla liquidità aziendale, essendo questa la condizione necessaria all'investimento. Tensioni di liquidità possono impedire lo sviluppo dell'impresa e comprimerne i saggi di redditività attuale e prospettica, quando, ad esempio, impediscano l'attuazione di investimenti, in capitale fisso e/o circolante, utili allo sviluppo dell'impresa..

Sviluppo e redditività condizionano e sono condizionati dalla solidità dell'impresa. Un incremento del tasso di sviluppo aziendale può infatti essere sostenuto mediante il ricorso a nuovo capitale di credito, determinando, così un peggioramento della solidità aziendale.

Questa inoltre esplica i suoi effetti diretti sulla redditività netta dell'impresa attraverso l'azione della leva finanziaria e, perciò, attraverso il rapporto di indebitamento e il costo dell'indebitamento ad esso connesso.

Infine le prospettive di sviluppo dell'impresa e gli effetti sulla redditività futura e sulla solidità aziendale sono i facilitatori del processo di acquisizione di nuovo capitale mediante la fiducia creata negli operatori finanziari.

## **5.2. Gli indici per l'analisi della dimensione reddituale**

### *5.2.1. Introduzione*

L'analisi della redditività aziendale può avvenire partendo dalla comprensione della dimensione e dell'evoluzione della redditività del capitale proprio (ROE) investito nella gestione e nella successiva indagine del concorso che le varie aree gestionale hanno avuto per il raggiungimento di quella redditività.

In pratica si tratta di scomporre il ROE mediante la formula della leva finanziaria (di cui si tratta di seguito) per evidenziare, dettagliando l'analisi sempre più in profondità, il concorso della gestione operativa (analizzata mediante il ROI), della gestione finanziaria (indagata utilizzando il concetto di effetto di leva finanziaria), della gestione straordinaria e tributaria.

La gestione operativa può essere poi ulteriormente dettagliata per distinguere l'apporto della gestione caratteristica corrente e di quella patrimoniale. L'analisi della gestione finanziaria può, invece, essere approfondita mediante l'indagine del costo dei mezzi di terzi, e di quelli esplicitamente onerosi in particolare, e del rapporto di indebitamento.

### *5.2.2. La redditività del capitale proprio: il ROE*

Il ROE esprime la redditività netta dell'impresa e quindi il rendimento della gestione aziendale dal punto di vista degli investitori di capitale di rischio.

Il ROE è pari al rapporto tra l'utile netto del periodo e il capitale netto iniziale oppure medio tra inizio e fine periodo:

$$ROE = \frac{R_n}{E}$$

dove

$R_n$  è il risultato netto del periodo;

$E$  rappresenta il capitale netto alla fine del periodo o eventualmente medio.

È influenzato dalla redditività dell'intera gestione aziendale essendo determinato dalla congiunta considerazione degli elementi reddituali relativi tanto all'area caratteristica che alle aree patrimoniale, finanziaria, straordinaria e tributaria.

### 5.2.3. *L'analisi del ROE*

L'analisi del ROE, può essere utilmente condotta scomponendolo in modo che vengano presentate le relazioni che si instaurano tra le varie aree gestionali attraverso indici di queste rappresentativi.

In particolare si suggerisce di analizzare il ROE evidenziando il concorso delle varie gestioni aziendali, e in particolare delle scelte di struttura finanziaria, alla redditività netta di impresa:

$$ROE = \left[ \frac{R_n}{K} + \frac{D}{E} \left( \frac{R_o}{K} - \frac{O_f}{D} \right) \right] \times \frac{R_n}{R_n}$$

dove:

$\frac{D}{E}$  è il rapporto tra i mezzi di terzi ( $D$ ) e i mezzi propri ( $E$ ) dell'impresa;

$\frac{O_f}{D}$  è il costo medio dell'indebitamento ed è pari al rapporto tra oneri finanziari ( $O_f$ ) e

mezzi di terzi ( $D$ );

$\frac{R_n}{R_n}$  è il rapporto tra risultato netto e risultato operativo al netto degli oneri finanziari e

permette di apprezzare l'incidenza delle gestioni straordinaria e fiscale sulla redditività dell'impresa.

La verifica dell'equazione è di facile attuazione una volta che siano state effettuate adeguate semplificazioni e sostituzioni.

L'equazione appena presentata può essere interpretata nel senso che un differenziale positivo tra redditività operativa ( $ROI$ ) e costo medio del capitale di terzi ( $i$ ) genera un livello di redditività netta ( $ROE$ ) maggiore del livello di redditività operativa; e questo effetto è tanto maggiore quanto più è elevato il rapporto di indebitamento, ovvero quanto più l'azienda ricorre al capitale di credito rispetto al capitale di rischio.

Il termine  $(ROI - i)$  rappresenta il *leverage* (o *effetto di leva*) *percentuale semplice*, che moltiplicato per il rapporto di indebitamento genera l'*effetto leva* sul  $ROI$ .

L'ultimo membro dell'espressione,  $\frac{R_n}{R_n}$ , permette tenere conto delle gestioni patrimoniale e straordinaria e del carico tributario.

#### 5.2.4. *La redditività del capitale investito: il ROI*

Il ROI rappresenta la redditività operativa del capitale investito in impresa, ed esprime, inoltre, le condizioni di efficienza, elasticità e attività di vendita dell'impresa.

Nella sua configurazione più generale l'indice in oggetto è pari al rapporto tra il reddito operativo dell'impresa e il capitale investito all'inizio del periodo in esame.

$$ROI = \frac{\text{reddito operativo}}{\text{capitale investito}}$$

Il ROI non risente, almeno direttamente, delle politiche inerenti alle scelte relative alla

struttura del capitale acquisito dall'impresa.

Esso può essere analizzato distinguendo l'incidenza della gestione caratteristica corrente e quella della gestione patrimoniale.

La gestione caratteristica corrente può essere apprezzata mediante il ROI caratteristico corrente (pari al rapporto tra il reddito operativo caratteristico corrente e il capitale investito caratteristico); la gestione patrimoniale, invece, mediante il rapporto tra il saldo della gestione patrimoniale e il capitale non caratteristico, oppure mediante un'analisi del peso di tale saldo sulla redditività dell'impresa (impiegando per lo scopo un conto economico percentualizzato).

Il ROI caratteristico corrente può analizzarsi ricorrendo alla sua scomposizione in base alla redditività delle vendite e al tasso di rotazione del capitale investito:

$$ROI_{car.corr.} = \frac{R_o_{car.corr.}}{V} \times \frac{V}{K_{car.}}$$

dove:

$R_o_{car.corr.}$  rappresenta il reddito operativo dell'impresa;

$V$  rappresenta il fatturato;

$K$  rappresenta il capitale investito caratteristico.

Qualora non si voglia operare alcuna distinzione tra gestione caratteristica corrente e gestione operativa, la scomposizione può essere applicata al ROI operativo. In questo caso si utilizzerà il reddito operativo e il capitale investito nell'impresa (cioè il capitale caratteristico e non caratteristico).

Il primo termine del prodotto è definito R.O.S (*Return on Sales*) e rappresenta la capacità remunerativa del flusso di ricavi prodotti dalla gestione operativa (e, in senso stretto, caratteristica) e può intendersi, anche, come reddito operativo medio per unità di fatturato.

In questo senso il ROS è un indicatore della economicità delle vendite.

Il secondo termine rappresenta l'indice di rotazione del capitale investito ed esprime il numero delle volte che il capitale ritorna in forma liquida per effetto delle vendite.

L'indice di rotazione del capitale investito può anche essere letto come un indicatore delle condizioni di attività operative dell'impresa, definendo, con altra considerazione, il ricavo medio per unità di capitale.

Per entrambi i termini del prodotto vale la considerazione che sebbene l'espressione monetaria dei ricavi permetta una omogeneizzazione dei ricavi provenienti da combinazioni di prodotti e mercati diverse, l'analisi degli indici su esposti non può prescindere dalla attenta considerazione degli effetti di differenti politiche relative ai vari prodotti. I ricavi totali devono quindi essere opportunamente analizzati.

È utile notare inoltre che uno stesso livello del ROI può essere determinato da diverse combinazioni dei due indici esaminati, ed in pratica, ed entro certi limiti, è possibile caratterizzare le situazioni presenti in alcuni settori con differenti livelli dei due indici: ad esempio un'impresa del settore del commercio all'ingrosso opera solitamente con ridotti margini di redditività delle vendite e con elevati tassi di rotazione del capitale investito, mentre un'impresa della chimica di base opera in genere con alti tassi di redditività delle vendite ma con bassi tassi di rotazione del capitale investito.

A seconda della politica scelta dall'impresa, potrebbe essere privilegiato, ai fini della redditività operativa, uno o l'altro dei due fattori. In questo caso, come chiarito in precedenza, le variazioni dell'altro fattore si riverbererebbero in misura amplificata sul ROI, a seconda del valore assunto dal primo. Ad esempio un'impresa che operi con una rotazione del capitale investito pari a 1,5 e con un ROS pari al 15%, in seguito alla variazione di un punto percentuale nella redditività delle vendite, a parità di tutte le altre condizioni, vedrebbe amplificato il ROI di un fattore pari al tasso di rotazione del capitale investito. Il ROI passerebbe infatti da 22,5% ( $= 1,5 \times 15\%$ ) a 24% ( $= 1,5 \times 16\%$ ) con un incremento dell'1,5%.

Il ROS può essere ulteriormente analizzato attraverso la costruzione di conti economici riclassificati a percentuale sulle vendite ed in particolare analizzando la struttura dei costi di produzione.

L'indice di Rotazione del Capitale Investito può essere analizzato considerando gli indici di rotazione dei vari elementi che compongono il capitale investito oppure i vari indicatori di durata del ciclo finanziario.

#### 5.2.5. *L'analisi dell'effetto di leva finanziaria*

L'effetto di leva finanziaria, come detto in precedenza, qualifica l'effetto moltiplicativo che il grado di indebitamento dell'impresa causa sul ROE in presenza di un differenziale di leva non nullo. In particolare se il ROI è maggiore dell'onerosità media dei mezzi di terzi, un aumento del grado di indebitamento amplifica positivamente la redditività netta dell'impresa rispetto a quella operativa. Se il differenziale di leva è invece negativo, l'aumento del grado di indebitamento provocherà una flessione del ROE rispetto al ROI.

La figura 11 illustra la situazione appena evidenziata. L'impresa B, indebitata e con ROI superiore al costo dei mezzi di terzi, ottiene un ROE più elevato dell'impresa A. L'impresa B potrebbe migliorare la sua redditività netta aumentando il proprio grado di indebitamento fintanto che il differenziale di leva si mantiene positivo.

Si tenga presente, però, che l'equazione è di semplice derivazione contabile e non dice nulla sul maggior grado di rischio che l'impresa raggiunge con l'aumento del tasso di indebitamento né sui rapporti con altri finanziatori che potrebbero peggiorare in presenza di una tale situazione.

L'utilizzo della espressione in sede di pianificazione finanziaria deve dunque avvenire con molta cautela. È evidente che, dato un *ROI* maggiore di *i*, il *ROE* è massimo per un'impresa che ricorre in misura maggiore al capitale di credito rispetto al capitale di rischio. Tuttavia questa ipotesi è incompatibile con la presenza di un costo medio del capitale di terzi costante. In altre parole un incremento dell'indebitamento se da un lato esercita un effetto moltiplicativo sul *ROE*, dall'altro tende a ridurre il differenziale tra *ROI* e *i* a causa dell'aumento degli oneri finanziari connessi all'incremento del rischio finanziario derivante dal maggior ricorso al credito

e genera comunque aspettative di ROE più elevate.

Il grado di autonomia finanziaria indicato dal rapporto, diretto o indiretto, tra capitale di terzi e mezzi propri, sintetizza le scelte e le politiche di finanziamento decise dall'impresa e la maggiore o minore dipendenza della stessa dalle fonti di finanziamento a titolo di capitale di credito piuttosto che da quelle a titolo di capitale di rischio generate dalla gestione o acquisite dall'esterno. In questo senso è indicativo della solidità dell'impresa.

L'indicatore di autonomia finanziaria più usato è il rapporto di indebitamento, pari a:

$$T_d = \frac{D}{E}$$

dove:

$D$  rappresenta il capitale di credito;

$E$  rappresenta il capitale proprio aziendale.

Tuttavia giudizi sull'autonomia finanziaria dell'impresa possono essere espressi anche dall'analisi dei rapporti di composizione del capitale acquisito:

$$\frac{D}{K} \leq 1 \quad \frac{E}{K} \leq 1$$

Le decisioni circa la composizione del capitale acquisito sono influenzate dalle condizioni di maggiore o minore accessibilità ai mercati finanziari, dal loro grado di *perfezione*, dal costo relativo delle diverse fonti di finanziamento, dal grado di rischio finanziario che caratterizza la gestione aziendale e dalla capacità dell'azienda di generare internamente flussi finanziari.

Legato all'indice di indebitamento è quello dell'onerosità dell'indebitamento, che rapporta ai mezzi di terzi gli oneri finanziari ad essi relativi. Questo indice può essere ulteriormente dettagliato distinguendo i mezzi finanziari esplicitamente onerosi, e cioè i

Figura 11. L'effetto leva finanziaria

	Impresa A	Impresa B
Debiti	0	40
Capitale Netto	100	60
Attivo	100	100
Rapporto di indebitamento	0	2/3
Risultato operativo	30	30
(Interessi passivi al 10%)	0	(4)
Risultato ante imposte	30	26
Risultato Netto	30	26
ROI	30%	30%
ROE	30%	43,3%

finanziamenti bancari e gli altri debiti finanziari, al fine di rapportare solo a questi gli oneri finanziari che figurano in conto economico.

#### 5.2.6. L'incidenza delle gestioni straordinaria e fiscale

L'incidenza delle gestioni straordinaria e fiscale è rappresentata dal fattore  $\frac{R_n}{R'_n}$ , che è il

rapporto tra risultato netto e risultato operativo al netto degli oneri finanziari.

Un'analisi più approfondita può condurre a distinguere l'incidenza delle due gestioni. Si può infatti scrivere:

$$\frac{R_n}{R'_n} = \left( 1 + /- \frac{\text{saldo gestione straordinaria}}{\text{reddito ante gestione straordinaria e imposte}} \right) \times \left( 1 - \frac{\text{imposte}}{\text{reddito ante imposte}} \right)$$

dove, ovviamente il reddito ante gestione straordinaria e imposte coincide con il reddito

operativo al netto degli oneri finanziari, cioè  $R_n'$ ; e il rapporto tra imposte e reddito ante imposte definisce l'aliquota media d'imposta per l'impresa.

A tal riguardo è opportuno sottolineare che l'influenza negativa delle imposte sul reddito diminuisce con l'aumentare del rapporto di indebitamento dando luogo all'effetto di *paratasse*, che trova origine nella deducibilità degli oneri finanziari. La possibilità che gli oneri finanziari siano, in tutto o in parte, deducibili riduce il loro costo per l'impresa. In pratica è come se una parte di tali oneri fosse posta a carico dello Stato che, a causa della loro deducibilità, si "accontenta" di minori imposte sul reddito.

Per evidenziare la portata degli effetti leva e paratasse si considerino i dati presentati

Figura 12. L'effetto paratasse

	Impresa C	Impresa D
Debiti	40	40
Capitale Netto	60	60
Attivo	100	100
Rapporto di indebitamento	2/3	2/3
Risultato operativo	30	30
(Interessi passivi al 10%)	(4) <sup>^</sup>	(4)
Risultato ante imposte	26	26
(Imposte al 40%)	12	(10,4)
Risultato Netto	14	15,6
ROI	30%	30%
ROE	23,3%	26%

<sup>^</sup> gli interessi sono deducibili fiscalmente solo per l'impresa D. Le imposte per l'impresa C sono quindi calcolate sul reddito operativo.

nella figura 12. La diminuzione del ROE causata dalla presenza di imposte sul reddito prodotto dall'impresa è inferiore nel caso dell'impresa D, che ha la possibilità di dedurre gli oneri finanziari.

### **5.3. Gli indici per l'analisi della liquidità**

#### *5.3.1. Introduzione*

La liquidità dell'impresa può essere indagata mediante l'impiego di opportuni indicatori, in specie quelli di durata e di liquidità, e del rendiconto finanziario al quale viene dedicato un capitolo successivo.

#### *5.3.2. Gli indici di durata*

Gli indici di durata sono espressi in giorni e forniscono indicazioni sul grado di liquidità/esigibilità delle attività e passività correnti permettendo, perciò, di integrare il giudizio sulla situazione di liquidità dell'azienda.

Tra gli indici di durata più utilizzati figurano:

- il periodo medio di copertura del magazzino;
- la durata media dei crediti commerciali
- la durata media dei debiti commerciali
- la durata media del ciclo del capitale circolante

Il periodo medio di copertura del magazzino esprime, in giorni, il tempo medio di giacenza delle scorte di magazzino complessivamente considerate ed è indicato dal rapporto:

$$I_{dM} = \frac{M}{Cpv/365}$$

dove:

$M$  rappresenta il valore (medio) delle giacenze di magazzino;

$Cpv$  rappresenta il costo del prodotto venduto, ricavabile da una opportuna riclassificazione del conto economico;

365 indica i giorni dell'anno solare.

Il quoziente è frutto di una elaborazione dell'indice di rotazione delle scorte.

I due termini del rapporto sono valutati secondo il principio del costo, ma le differenti configurazioni di costo utilizzate per la valutazione dei vari elementi del magazzino (materie, semilavorati, prodotti finiti) riducono la significatività dell'indice.

Per ovviare a questo problema lo si potrebbe scomporre in:

• periodo medio di copertura del magazzino di materie:  $\frac{\text{Giacenze di materie}}{\text{Consumi di materie} / 365}$

• periodo medio di copertura del magazzino di semilavorati:  
 $\frac{\text{Giacenze di semilavorati}}{\text{Costo del prodotto ottenuto} / 365}$

• periodo medio di copertura del magazzino di prodotti finiti:  
 $\frac{\text{Giacenze di prodotti finiti}}{\text{Costo del prodotto venduto} / 365}$

Per tutti e tre gli indici i valori posti al denominatore possono ricavarsi da un'apposita riclassificazione del conto economico; le giacenze possono essere sia medie che riferite alla fine del periodo finale del periodo in esame.

Il periodo medio di copertura del magazzino è influenzato dai tempi di giacenza delle

scorte, dalla lunghezza dei cicli produttivi e dal *mix* produttivo.

Può essere, inoltre, interessante analizzare l'indice in funzione delle politiche commerciali adottate dall'impresa e dei rapporti con i mercati di sbocco e di fornitura, indagando sugli effetti che questi esercitano sul livello medio delle scorte e sulla loro rotazione.

La durata media dei crediti commerciali esprime, in giorni, il tempo che mediamente intercorre tra il sorgere dei crediti in parola e la loro effettiva riscossione, ed è indicato dal rapporto:

$$I_{dc} = \frac{c}{V'/365}$$

dove:

*c* rappresenta il valore dei crediti verso i clienti e delle cambiali attive;

*V'* rappresenta il valore delle vendite nette a credito effettuate nel periodo.

Al fine di attenuare eventuali fenomeni di stagionalità, è consigliabile porre al numeratore la media dei crediti commerciali alla fine di ciascun mese dell'esercizio in analisi.

Sul quoziente, evidente riformulazione del tasso di rotazione dei crediti commerciali, incidono le condizioni di pagamento effettivo dei crediti concessi ai clienti e la composizione del fatturato, a loro volta effetto del posizionamento dell'impresa rispetto ai concorrenti e ai clienti, della loro forza contrattuale e della loro sensibilità al prezzo.

La durata media dei debiti commerciali esprime, in giorni, il tempo che mediamente intercorre tra il sorgere dei debiti commerciali e il loro effettivo pagamento, ed è indicato dal rapporto:

$$I_{dd} = \frac{d}{V'/365}$$

dove:

*d* rappresenta il valore dei debiti verso fornitori e delle cambiali passive;

*A'* rappresenta gli acquisti di materie e servizi effettuati a credito nel periodo.

L'indice, analogo al tasso di rotazione dei debiti commerciali, è influenzato dalle condizioni effettive di pagamento dei debiti da parte dell'impresa e dal *mix* d'acquisto.

La sintesi dei tre quozienti analizzati fornisce indicazioni di massima sulla durata del ciclo del capitale circolante operativo, che indica il periodo medio intercorrente tra i pagamenti per materie e servizi acquisiti nel corso del periodo e gli incassi dei crediti commerciali, ed è calcolato come segue:

Durata del ciclo del capitale circolante netto =

Periodo medio di copertura del magazzino

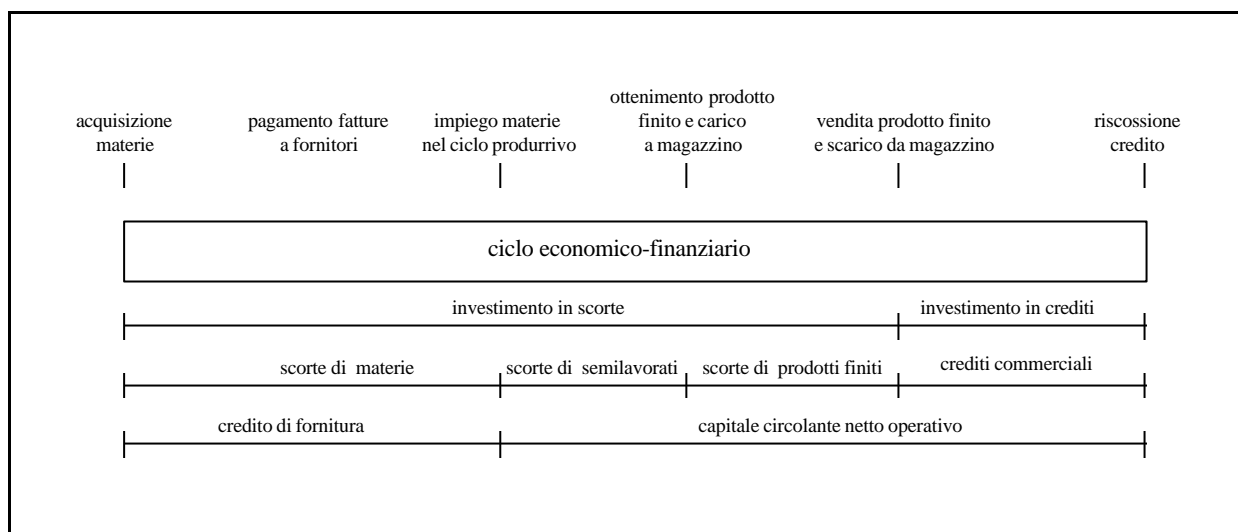
+ Durata media dei crediti commerciali

- Durata media dei debiti commerciali

Evidentemente, a parità di fatturato, più è breve la durata del ciclo più favorevole risulta il giudizio sulla situazione di liquidità aziendale.

Con riferimento al capitale circolante netto operativo, la figura 12 evidenzia graficamente le durate degli elementi che definiscono tale configurazione.

Figura 13. La durata del capitale circolante netto operativo



5.3.3. *Gli indici di disponibilità e liquidità immediata*

Il *Current Ratio* (o indice di disponibilità) è un indicatore della capacità dell'impresa di soddisfare gli impegni finanziari a breve termine, e cioè con scadenza entro un anno dalla data cui il bilancio si riferisce, attraverso la liquidazione delle attività correnti.

È pari al rapporto tra il Capitale Circolante Lordo (*CCL*) e le passività correnti (*p*):

$$CR = \frac{CCL}{p}$$

Poiché l'indice di disponibilità dipende dal capitale circolante lordo e dalle passività correnti può essere utilmente riscritto nei termini seguenti:

$$CR = \frac{CCL}{K} \Big/ \frac{p}{K}$$

dove:

$\frac{CCL}{K}$  rappresenta il grado di elasticità del capitale investito;

$\frac{P}{K}$  rappresenta il grado di elasticità delle fonti finanziarie;

$K$  è il capitale investito.

Il *current ratio* è un indicatore piuttosto grezzo e per almeno tre motivi:

1. innanzitutto la copertura delle passività correnti può avvenire con flussi monetari diversi da quelli generati dalla liquidazione degli elementi del capitale circolante lordo, come ad esempio la liquidità derivante dalle vendite effettuate nel periodo successivo o lo smobilizzo di elementi dell'attivo immobilizzato;

2. alcune poste del capitale circolante lordo, quali crediti commerciali e scorte, potrebbero avere valori di liquidazione differenti da quelli di bilancio. Per ovviare a questo inconveniente è opportuno depurare il capitale circolante lordo dai fondi rettificativi delle poste che lo compongono e, specialmente, dal fondo svalutazione crediti e dal fondo svalutazione magazzino;

3. sebbene i termini del rapporto abbiano liquidabilità e scadenza entro l'anno non viene, tuttavia, presa in esame la sincronizzazione di entrate e uscite nel corso del periodo.

Il *Quick Ratio* (o indice di liquidità immediata o di tesoreria) rappresenta la capacità dell'impresa di fronteggiare le passività a breve termine, cioè con scadenza entro un anno dalla data cui il bilancio si riferisce, utilizzando le liquidità immediate e le liquidità differite.

È espresso dal seguente rapporto:

$$AT = \frac{L_i + L_d}{P}$$

dove:

$L_i$  rappresenta le liquidità immediate;

$L_d$  rappresenta le liquidità differite;

$P$  rappresenta le passività correnti.

Il numeratore del rapporto è pari alla differenza tra capitale circolante lordo e disponibilità. Quindi, il rapporto in analisi presenta valori inferiori o al più uguali, se le disponibilità sono nulle, a quelli del *current ratio*.

Può anche essere scritto come.

$$AT = \frac{L_i + L_d}{K} \Big/ \frac{p}{K}$$

dove:

$\frac{L_i + L_d}{K}$  rappresenta il grado di liquidità del capitale investito;

$\frac{p}{K}$  rappresenta il grado di elasticità delle fonti finanziarie;

$K$  è il capitale investito aziendale.

## 5.4. Gli indici per l'analisi della solidità

### 5.4.1. Introduzione

L'analisi della dimensione patrimoniale è lo studio, attraverso opportuni indicatori, dei caratteri morfologici degli impieghi e delle fonti finanziarie e delle loro relazioni, al fine di indagare e valutare le caratteristiche di elasticità degli investimenti e delle fonti, il grado di autonomia finanziaria e la copertura finanziaria del capitale investito.

### 5.4.2. L'analisi della struttura degli impieghi

L'analisi della struttura degli impieghi permette di ricavare informazioni utili per giudicare l'elasticità degli impieghi aziendali, la quale dipende dalla *mobilità* degli investimenti, via via decrescente passando dalle liquidità immediate alle liquidità differite, alle disponibilità e alle

immobilizzazioni.

Una misura dell'elasticità del capitale investito è data dal rapporto:

$$C_I = \frac{CCL}{K}$$

dove:

$CCL$  rappresenta il capitale circolante lordo;

$K$  rappresenta il capitale investito.

L'indice vale 1 nel caso di massima elasticità (ovvero  $CCL = K$ ) e vale zero nel caso di massima rigidità (cioè  $CCL = 0$ ).

Un altro indice di elasticità è il grado di liquidità del capitale investito espresso dal rapporto:

$$L_K = \frac{L_i + L_d}{K} \leq 1$$

dove:

$L_i$  rappresenta le liquidità immediate;

$L_d$  rappresenta le liquidità differite.

È anche chiaro che, essendo  $L_i + L_d \leq CCL$ , l'indice di liquidità del capitale investito sarà minore o uguale all'indice di elasticità.

L'elasticità degli impieghi può anche esaminarsi con il rapporto tra capitale immobilizzato ( $F$ ) e capitale investito ( $K$ ), che esprime il grado di rigidità del capitale investito:

$$R_K = \frac{F}{K} \leq 1$$

Il grado di elasticità del capitale investito dipende da un lato dalle caratteristiche del

settore in cui opera l'impresa, che ad esempio può influenzare il livello degli investimenti tecnici; e dall'altro dalle politiche gestionali dell'impresa.

Il livello del capitale circolante lordo dipende dalle condizioni gestionali, interne ed esterne, relative alle politiche di vendita, di concessione del credito, di approvvigionamento, dal ciclo produttivo, dal *lead time* necessario per l'approvvigionamento dei materiali, dalla situazione finanziaria dell'impresa, ecc...

Il quoziente di elasticità degli investimenti sintetizza, dunque, in modo estremo le politiche gestionali aziendali.

#### 5.4.3. *L'analisi della struttura delle fonti di finanziamento*

L'analisi della struttura delle fonti di finanziamento come nel caso degli impieghi, individua indicatori in grado di supportare un giudizio sulla elasticità, e per converso sulla rigidità, delle fonti di finanziamento dell'impresa.

Un possibile indice di elasticità è pari a:

$$E'_K = \frac{p}{K} \leq 1$$

dove:

$p$  rappresenta le passività a breve termine, ovvero con scadenza entro l'anno;

$K$  rappresenta il capitale investito, uguale al capitale acquisito.

Tanto più l'indicatore è prossimo a 1 tanto più il capitale investito è finanziato da passività correnti e, quindi, maggiore è l'elasticità delle fonti di finanziamento cui l'impresa ha fatto ricorso.

Chiaramente in luogo del rapporto su esposto può utilizzarsi il rapporto tra fonti di finanziamento consolidate e capitale acquisito, che esprime il grado di rigidità della struttura finanziaria.

#### 5.4.4. *L'analisi delle relazioni fonti-impieghi*

L'analisi delle relazioni fonti-impieghi viene condotta al fine di indagare la relazione strutturale tra i fabbisogni di capitale derivante dai diversi impieghi e le provviste di capitale derivanti dalle diverse fonti e giudicare, quindi, l'equilibrio patrimoniale, qualificato, come noto, dalla congruenza tra durata delle fonti e durata degli impieghi, e la solidità dell'azienda.

Acquista significato a tal fine, il grado di copertura delle immobilizzazioni, espresso dal rapporto:

$$C_F = \frac{E + P}{F}$$

dove:

$E$  rappresenta i mezzi propri aziendali;

$P$  rappresenta le passività consolidate;

$F$  rappresenta le immobilizzazioni al netto dei fondi rettificativi.

Il rapporto tende a verificare l'esistenza di un equilibrio strutturale tra fonti di finanziamento consolidate,  $(E + P)$ , e immobilizzazioni  $(F)$ .

Utile è anche il grado di copertura del magazzino, espresso dal rapporto:

$$C_M = \frac{E + P - F}{M}$$

dove  $M$  rappresenta il magazzino.

L'indice esprime, se positivo, il grado di copertura del magazzino mediante finanziamenti con carattere di stabilità non destinati alla copertura delle immobilizzazioni. Se negativo indica la presenza di immobilizzazioni coperte da fonti a breve termine.

## 5.5. Gli indici di sviluppo

Gli indici di sviluppo permettono di analizzare la performance dell'impresa in base alla crescita ottenuta e di cogliere le modalità con cui è stata finanziata.

In linea di principio è possibile distinguere una crescita di tipo strutturale, che riguarda il capitale investito permanentemente in impresa e dunque le condizioni all'interno delle quali si svolge l'attività d'impresa, da una di tipo operativo, connessa all'incremento delle vendite nel tempo.

L'analisi dello sviluppo aziendale di tipo strutturale può essere condotta impiegando sia degli indici in grado di rappresentare la crescita del capitale investito o di alcune sue parti (ad esempio il capitale circolante lordo, le immobilizzazioni materiali, ecc.) sia individuando le concrete modalità con cui il fabbisogno finanziario causato dalla crescita è stato coperto. In particolare si tratta di analizzare le politiche di autofinanziamento, di indebitamento e di reperimento di nuovo capitale proprio.

Quando lo sviluppo sia realizzato esclusivamente tramite autofinanziamento, e senza variare il rapporto di indebitamento, esso può essere analizzato come segue:

$$g(K) = \frac{\Delta K}{K_i} = \frac{A}{E_i}$$

dove:

$g(K)$  è il tasso di sviluppo dell'impresa, individuato come variazione percentuale del capitale investito rispetto all'anno precedente;

$A$  è l'autofinanziamento generato dalla gestione aziendale;

$E$  rappresenta i mezzi propri dell'azienda.

Essendo l'autofinanziamento in senso stretto pari a quella parte di utile netto non distribuito come dividendo, si può scrivere:

$$g(K) = ROE(1 - d)$$

dove:

$ROE$  è l'indicatore di redditività netta aziendale definito dal rapporto tra risultato netto del periodo in esame e mezzi propri all'inizio del periodo;

$d$  è il saggio di distribuzione dell'utile pari al rapporto tra utili distribuiti e risultato netto;

$(1-d)$  è il complemento a 1 del tasso di distribuzione degli utili, rappresenta il saggio di ritenzione degli utili e sintetizza, quindi le politiche di autofinanziamento.

Lo sviluppo internamente sostenibile dall'impresa può essere meglio analizzato scomponendo il ROE nelle sue determinanti:

$$g(K) = \left[ [ROI + T_d (ROI - i)] \times \frac{Rn}{R_n} \right] \times (1 - d)$$

dove:

$ROI$  è il tasso di redditività operativa dell'impresa ed è pari al rapporto tra reddito operativo e capitale investito;

$T_d$  è il tasso di indebitamento, definito dal rapporto tra capitale di credito e capitale proprio;

$i$  è il costo medio del capitale di credito, pari al rapporto tra oneri finanziari e capitale di credito esplicitamente oneroso;

$t$  è l'aliquota media fiscale, pari al rapporto tra carico tributario e reddito ante imposte.

È evidente che uno *spread* positivo tra redditività operativa e costo medio del capitale di terzi permette alla leva finanziaria di manifestare i suoi effetti. In pratica il tasso di indebitamento permette di amplificare lo scarto del ROI rispetto al costo dei mezzi di terzi, incrementando la redditività netta dell'impresa e, quindi, il tasso di sviluppo sostenibile.

Quest'ultimo è inoltre determinato dal tasso di ritenzione degli utili.

Le politiche di dividendo rappresentano una variabile critica nell'ambito delle politiche di

autonomia finanziaria e sono definite tenendo conto sia degli obiettivi di sviluppo che di quelli di remunerazione attesa dagli azionisti. Questa è, infatti, un fattore rilevante della possibilità di acquisire nuovo capitale di rischio.

La definizione delle politiche di dividendo deve tener conto anche della relazione che unisce i rendimenti attuali con quelli attesi futuri. Ad esempio, un saggio di ritenzione degli utili più elevato comprime il dividendo attuale ma, per le possibilità di crescita aziendali, può permettere incrementi nei dividendi futuri.

La [4], meglio della [3], permette di evidenziare l'influenza che la redditività operativa, le politiche di indebitamento, le politiche di dividendo e il carico fiscale hanno sullo sviluppo sostenibile.

Nel caso di sviluppo internamente sostenibile è chiaro come, nell'ipotesi di costanza delle politiche di indebitamento e del carico fiscale, lo sviluppo aziendale dipende dalla redditività della gestione operativa e dal tasso di ritenzione degli utili.

Il fatto che il rapporto di indebitamento rimanga costante non significa, però, che non vi sia ricorso a nuovo capitale di credito. Infatti l'incremento dei mezzi propri generato dall'autofinanziamento richiede, affinché il rapporto di indebitamento rimanga costante, un proporzionale incremento del capitale di credito.

Un esempio può chiarire meglio questo concetto.

L'impresa Alfa presenta un capitale investito pari a 100 e finanziato per 60 da capitale di credito e per 40 da capitale proprio.

Il rapporto di indebitamento è dunque pari a  $60/40 = 1,5$ .

I dati relativi al conto economico dell'impresa sono i seguenti:

Reddito operativo	20
- Oneri finanziari	(6)
<hr/>	
= Reddito ante imposte	14
- Imposte	(5,6)
<hr/>	

= Risultato netto 8,4

Le politiche di dividendo dell'impresa prevedono la distribuzione del 50% del risultato netto (pari a 4,2) e la ritenzione del restante 50%.

L'impresa non ha, inoltre, intenzione di variare il rapporto di indebitamento.

Data la situazione appena presentata è possibile calcolare gli indici da sostituire nella equazione [4] per determinare il tasso di sviluppo internamente sostenibile dall'impresa.

Si ha:

$$ROI = 20/100 = 0,2 \text{ e cioè } 20\%$$

$$i = 6/60 = 0,10 \text{ e cioè } 10\%$$

$$t = 5,6/14 = 0,4$$

$$T_d = 1,5 \text{ per ipotesi}$$

$$d = 0,5 \text{ per ipotesi}$$

$$(1 - d) = 0,5 \text{ per ipotesi.}$$

Sostituendo nella [2] si ottiene:

$$g(K) = [20\% + 1,5 \times (20\% - 10\%)](1 - 0,4)(1 - 0,5) = 10,5\%$$

Il tasso di sviluppo internamente sostenibile, pari nell'esempio al 10,5%, è generato dal concorso della redditività aziendale netta e delle politiche di dividendo.

L'autofinanziamento, pari a 4,2, determina un aumento del capitale proprio, che passa da 40 a 44,2. Per l'intenzione di mantenere costante il rapporto di indebitamento, l'impresa dovrà allora far ricorso a nuovo capitale di credito in modo da rispettare gli obiettivi di struttura finanziaria.

Il nuovo capitale investito sarà pari a 110,5 ( $100 \times 1,5$ ) e sarà finanziato per 44,2 (= 40 + 4,2) da capitale proprio e per 66,3 (= 110,5 - 44,2) da capitale di credito.

Si noti che la variazione del capitale di credito, pari a 6,3, permette di rispettare

l'obiettivo di costanza del rapporto di indebitamento, essendo  $66,3/44,2 = 1,5$ .

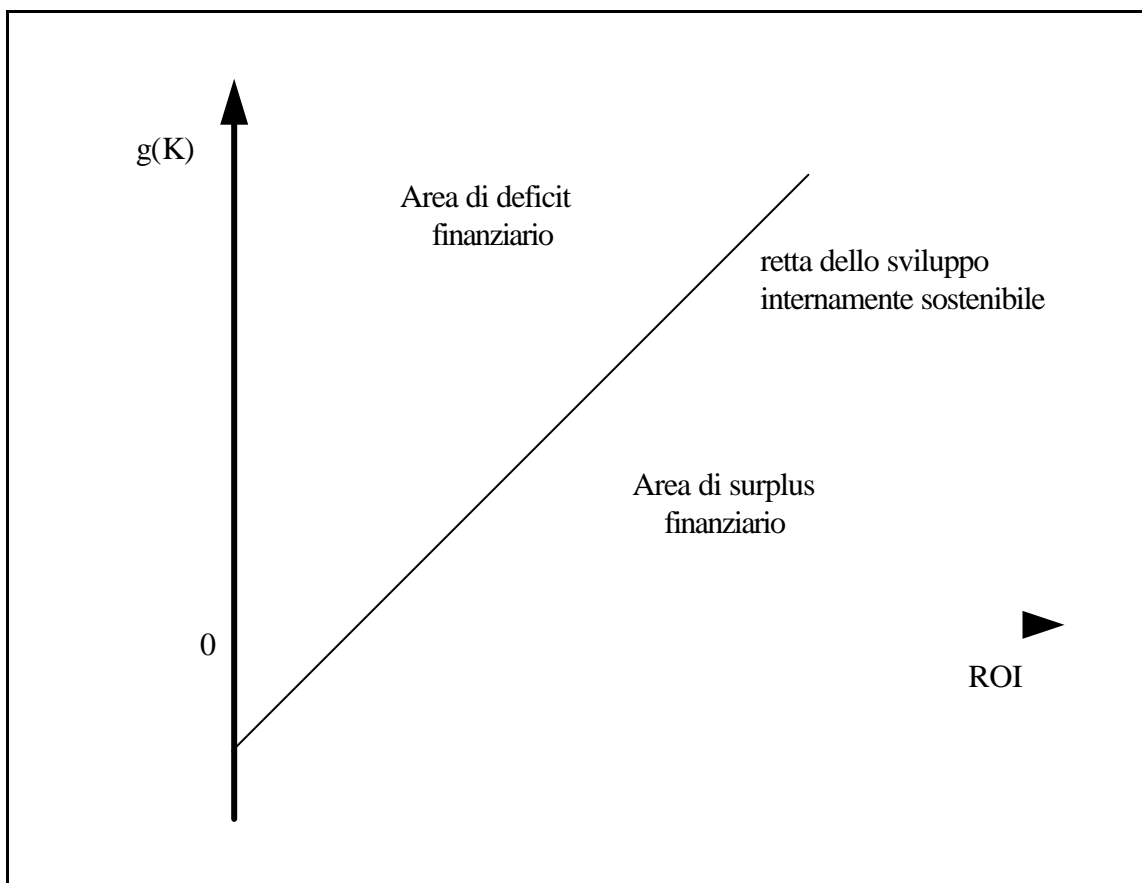
La variazione del capitale di credito, necessaria per mantenere inalterato il tasso di indebitamento, può determinarsi anche moltiplicando la variazione del capitale proprio, determinata dall'autofinanziamento, per il rapporto di indebitamento. Infatti:  $4,2 \times 1,5 = 6,3$ .

Nel caso di sviluppo internamente sostenibile si ha perciò:

$$g(K) = \frac{\Delta K}{K_i} = \frac{A + A \times T_d}{K_i} = \frac{A(1 + T_d)}{K_i} = \frac{A \left( \frac{E_i + D_i}{E_i} \right)}{K_i} = \frac{A}{E_i}$$

Risulta così dimostrata l'espressione [2] presentata all'inizio dell'esposizione.

Figura 14. La retta dello sviluppo internamente sostenibile



Per indagare la capacità dell'azienda di sostenere la crescita richiesta dal mercato è utile rappresentare graficamente la relazione [4].

Se indichiamo il tasso di sviluppo internamente sostenibile sull'asse delle ordinate e la redditività operativa sull'asse delle ascisse e se supponiamo, per semplicità, che l'azienda non distribuisca dividendi si ottiene la figura 8-1. La retta rappresenta i tassi di sviluppo internamente sostenibile compatibili con la redditività operativa dell'impresa e con le politiche finanziarie assunte.

Se il tasso di crescita del mercato fosse inferiore a quello sostenibile dall'impresa questa si troverebbe in una situazione di *surplus* finanziario.

Se invece il tasso di crescita del mercato fosse superiore a quello sostenibile, l'impresa si troverebbe in una situazione di *deficit* finanziario colmabile con una modifica delle politiche di dividendo e/o di struttura finanziaria.

Una modifica del tasso di distribuzione degli utili, in particolare, determinerebbe, a parità di condizioni, una modifica sia dell'inclinazione che dell'intercetta, sull'asse delle ordinate, della retta, causando la riduzione dell'area di deficit finanziario e un corrispondente incremento dell'area di *surplus* finanziario.

Qualora il tasso di sviluppo perseguito dall'impresa sia superiore a quello ottenibile con il solo autofinanziamento prodotto sarebbe necessario indagare le nuove fonti di finanziamento cui l'impresa ha fatto ricorso e l'eventuale modifica del rapporto di indebitamento.

## 5.6. Gli indici di produttività

Si tratta di indici che pongono in relazione valori di bilancio con valori di natura fisico-tecnica, o comunque extra-contabile, come ad esempio:

- il rapporto tra immobilizzazioni tecniche medie e il numero degli addetti, che costituisce una misura, sebbene grossolana, del grado di intensità di capitale per addetto;
- il rapporto tra fatturato e numero degli addetti, in specie alle vendite, che configura la

produttività della funzione vendite;

- il rapporto tra valore aggiunto e numero dei dipendenti, che è un indicatore della ricchezza prodotta da ogni dipendente.

## **6. L'analisi dei flussi dei fondi ed il rendiconto monetario**

### **6.1. Introduzione**

L'analisi dei flussi di fondi ha l'obiettivo di evidenziare i movimenti in entrata e in uscita intervenuti nelle risorse finanziarie dell'impresa, in modo da chiarire la variazione intervenuta nel periodo considerato.

Essa permette di comprendere la natura e l'origine delle variazioni di periodo che modificano, per effetto della gestione, il valore degli investimenti (attivo) e delle fonti di finanziamento (passivo), trasformando lo stato patrimoniale iniziale nello stato patrimoniale finale.

Da questo punto di vista, le analisi in parola costituiscono un utile e, al tempo stesso indispensabile, strumento di supporto per l'analisi della situazione finanziaria aziendale già indagabile mediante gli indici di bilancio.

Detto ciò occorre chiarire il concetto di *risorse finanziarie* cui si fa riferimento. Queste possono essere rappresentate, a seconda dei casi e dei fini conoscitivi che si vogliono raggiungere, da:

- a) le disponibilità liquide presso l'azienda e presso le banche;
- b) le disponibilità liquide come definite al punto precedente e i titoli di pronto realizzo;

c) il margine di tesoreria, ovvero la differenza tra le liquidità immediate e differite e le passività correnti;

d) il capitale circolante lordo, e cioè il complesso delle attività a breve termine dell'impresa;

e) il capitale circolante netto finanziario, pari alla differenza tra attività correnti e passività correnti;

f) il capitale circolante netto operativo, e cioè la somma algebrica dei valori che derivano dalle operazioni tipiche connesse al ciclo operativo aziendale, che si sviluppa dall'acquisizione dei fattori produttivi a fecondità semplice sino all'incasso dei crediti verso i clienti generati dalla vendita dei prodotti dell'azienda;

g) le risorse finanziarie totali dell'azienda, pari alla somma del capitale circolante lordo e del capitale fisso.

Le risorse finanziarie oggetto dell'analisi, qualunque sia la loro configurazione, costituiscono delle grandezze fondo, riferite cioè ad un determinato istante temporale, le cui variazioni, in aumento o in diminuzione, occorse in un determinato periodo di tempo, sono causate dai flussi che in quel periodo si sono manifestati.

I flussi, distinti per origine e/o natura, vengono riepilogati in un apposito prospetto, detto, in termini generali, *rendiconto* o *preventivo finanziario*, a seconda della prospettiva di indagine, nel quale sono raggruppati in varie strutture a seconda dei fini conoscitivi cui si vuole giungere attraverso l'analisi.

L'analisi dei flussi dei fondi permette di rappresentare e studiare la dinamica monetaria e finanziaria dell'impresa, ovvero la dinamica degli scambi effettuati dall'impresa con terze economie ed osservati dal punto di vista degli strumenti utilizzati per il loro regolamento. Tali scambi generano valori monetari e/o valori finanziari. I primi sono associati ai movimenti di scambio che trovano in contropartita masse di moneta o di suoi surrogati immediati come i conti correnti bancari; i secondi si riferiscono a qualsiasi strumento di regolamento utilizzato, anche se tale denominazione è spesso riferita alla moneta e ai crediti. Per quanto detto si

comprende che i valori monetari costituiscono un sottoinsieme di quelli finanziari.

## 6.2. La determinazione dei flussi finanziari e monetari

In termini approssimativi, il calcolo delle variazioni intervenute nelle risorse finanziarie dell'impresa può effettuarsi considerando la sintetica variazione, in aumento o in diminuzione, delle grandezze fondo costituenti due stati patrimoniali successivi.

Questo tipo di calcolo, però, è molto approssimativo e scarsamente utile per un'accurata analisi della dinamica monetaria e finanziaria dell'impresa.

Si consideri che, ad esempio, la variazione intervenuta nella voce Immobili può essere il frutto di acquisti, smobilizzi, svalutazioni o rivalutazioni, e che queste operazioni possono rappresentare sia transazioni effettive (come nel caso di acquisto di nuovi immobili) sia movimenti puramente contabili e perciò senza alcun riflesso sulla dinamica finanziaria dell'impresa (è il caso della rivalutazione di alcuni cespiti patrimoniali dovuta all'applicazione di una legge di rivalutazione). Tuttavia entrambe sono riflesse nella variazione sintetica rilevata nel confronto tra i due stati patrimoniali successivi.

L'analisi dei flussi dei fondi non si esaurisce, quindi, nel semplice confronto tra i due stati patrimoniali, ma si spinge sino alla individuazione delle operazioni significative dal punto di vista finanziario.

Le informazioni necessarie per l'analisi dei flussi e la costruzione del rendiconto finanziario sono ricavabili dai documenti di bilancio, stati patrimoniali iniziale e finale, conto economico, nota integrativa, dalla relazione sulla gestione, e da altre fonti di natura contabile o extra-contabile.

La determinazione dei flussi finanziari relativi alla grandezza oggetto dell'analisi, può avvenire seguendo due vie:

- la prima, più complessa, è la cosiddetta determinazione *analitica* che si avvale di un apposito prospetto, detto *foglio di lavoro*, nel quale figurano le variazioni intervenute nelle

grandezze fondo e le rettifiche funzionali ad una migliore descrizione della dinamica d'impresa;

- la seconda è la cosiddetta determinazione *sintetica*, che perviene alla ricostruzione dei flussi attraverso elaborazioni più semplici e spesso svolte in forma libera.

La costruzione del rendiconto finanziario, nel caso di determinazione analitica dei flussi, si articola nelle seguenti fasi:

- 1) individuazione dell'aggregato di valori che esprime il concetto di risorse finanziarie delle quali si vuole indagare la dinamica;

- 2) classificazione degli elementi di due stati patrimoniali successivi in base a criteri finanziari, e cioè presentazione delle voci dell'attivo in ordine crescente di liquidità e delle voci del passivo in ordine crescente di esigibilità; e, inoltre, scomposizione dell'utile di esercizio nei suoi componenti, positivi e negativi, riportati nel conto economico;

- 3) calcolo delle *variazioni grezze* che si ottengono dal semplice confronto tra i valori iniziale e finale delle grandezze-fondo dei due stati patrimoniali;

- 4) rettifica delle variazioni grezze che non rappresentano, in tutto o in parte movimenti finanziari delle risorse di cui al punto 1) e scomposizione delle stesse variazioni al fine di ottenere un maggiore dettaglio dei flussi osservati;

- 5) individuazione della natura di fonte o impiego delle *variazioni rettificate* e distinzione delle stesse per origine e/o natura;

- 6) rappresentazione, mediante un'apposita struttura, dei flussi in entrata (fonti) e in uscita (impieghi).

Con riferimento al punto 4) è opportuno notare che le rettifiche da apportare alle variazioni grezze sono dovute ad almeno uno dei seguenti motivi:

- a) non tutti i movimenti che si rilevano nei due stati patrimoniali successivi hanno significato sotto il profilo finanziario o monetario. Ad esempio la variazione del fondo ammortamento, pur avendo rilevanza da un punto di vista patrimoniale, non ne ha, ovviamente, da un punto di vista finanziario, essendo determinata da un movimento solo contabile;

- b) vi possono essere movimenti che pur avendo una connotazione finanziaria o

---

monetaria, non influiscono sulle variazioni della grandezza finanziaria in esame. Ad esempio un incremento dei crediti commerciali, sebbene abbia rilevanza finanziaria, non influisce direttamente sulla variazione della cassa;

c) vi possono essere movimenti con caratteristiche di eterogeneità sotto il profilo delle aree gestionali di origine. L'esempio più rilevante è costituito dal risultato netto di periodo. Questo è determinato mediante la somma algebrica di ricavi e costi afferenti a diverse aree gestionali dell'impresa. Ai fini di una maggiore significatività dell'analisi diventa necessario individuare la diversa origine dei flussi;

d) vi possono essere dei movimenti di diversa origine e di segno opposto compresi o sintetizzati nelle variazioni grezze, che è invece opportuno rilevare distintamente. Ad esempio la variazione verificatasi nella voce Impianti potrebbe essere frutto tanto dell'acquisto che della vendita di impianti.

Con riferimento al punto 5) è utile evidenziare che in generale un *impiego* di fondi è costituito da movimenti, finanziari o monetari, in uscita ed è collegabile o ad un incremento dell'attivo o ad una diminuzione del passivo o del netto; una *fonte* è invece costituita da un flusso, finanziario o monetario, in entrata ed è collegata o ad un aumento del passivo o del netto o ad una riduzione dell'attivo.

Figura 15. Il rendiconto monetario

	<b>impieghi/font i</b>	
Risultato netto		
+ oneri tributari		
+ oneri finanziari		
-/+ proventi ed oneri patrimoniali		
-/+ proventi ed oneri straordinari		
<b>= Risultato operativo della gestione caratteristica corrente</b>		
+ ammortamenti		
+ accantonamento fondo TFR		
<b>= A: Flusso finanziario della gestione caratteristica corrente</b>	<b>xxx</b>	
+/- variazione dei crediti commerciali e degli anticipi a fornitori		
+/- variazione dei debiti commerciali e degli anticipi da clienti		
+/- variazione del magazzino		
+/- variazione degli altri crediti e debiti caratteristici, dei ratei e dei risconti		
<b>= B: Flusso monetario della gestione caratteristica corrente</b>	<b>xxx</b>	
Gestione dei pagamenti TFR		
Gestione degli investimenti finanziari		
Gestione delle immobilizzazioni tecniche		
Gestione delle immobilizzazioni civili		
Oneri e proventi straordinari		
<b>= C: Flusso finanziario della gestione non caratteristica e non corrente</b>	<b>xxx</b>	
+/- variazione dei crediti e dei debiti non caratteristici e non correnti		
<b>= D: Flusso monetario della gestione non caratteristica e non corrente</b>	<b>xxx</b>	
Gestione del capitale di credito		
• rimborso/accensione di nuovi prestiti		
• oneri finanziari		
Gestione del capitale netto		
• pagamento dividendi		
• aumenti/riduzioni di capitale		
<b>= E: Flusso monetario ante imposte</b>		<b>xxx</b>
Pagamento di imposte		
<b>= F: Flusso monetario totale</b>		<b>xxx</b>

L'analisi dei flussi finanziari e monetari inizia con la determinazione del flusso finanziario prodotto dalla gestione caratteristica corrente. Questo si ottiene partendo dal risultato netto dell'esercizio ed eliminando tutti quei componenti di reddito che non incidono sulla grandezza finanziaria di riferimento (il capitale circolante netto operativo) e/o che non sono ricollegabili alla gestione caratteristica corrente. Procedendo in questo modo (si veda al riguardo al figura 13) si ottiene il flusso finanziario della gestione caratteristica corrente. Questo flusso, ovviamente, non è un flusso completamente monetario in quanto risente della dinamica, cioè della variazione, del capitale circolante netto operativo. Considerando dunque le variazioni intervenute in tale aggregato si può ottenere il flusso monetario della gestione caratteristica corrente.

Successivamente, e con metodologia analoga, si determina il flusso finanziario della gestione non caratteristica e non corrente ed infine il relativo flusso monetario.

Si individuano poi tutti i flussi, in entrata ed in uscita, delle altre aree gestionali.

Al riguardo è necessario ricordare quanto detto in precedenza. Non basta riportare le variazioni rilevate dal confronto di due stati patrimoniali successivi per calcolare i flussi monetari in entrata ed in uscita. Occorre invece correggere tali variazioni per tener conto di tutte quelle voci che non hanno riflesso sulla dinamica finanziaria.

Un esempio relativo alle immobilizzazioni tecniche può aiutare nella comprensione di quanto detto. Si supponga che la situazione degli impianti sia, in due anni successivi, la seguente:

	19X1	19X2
Impianti	150	170
Fondo Ammortamento	60	80
Quota di ammortamento		30

La variazione di +20 che si è verificata nella voce impianti è una variazione sintetica e composta che nasconde gli effettivi flussi monetari connessi alla gestione degli impianti.

Si noti, infatti, che in virtù della quota di ammortamento accantonato nel 19X2, il fondo ammortamento avrebbe dovuto presentare un valore al 19X2 pari a 90 ( fondo ammortamento iniziale + quota di ammortamento, e cioè  $60 + 30$ ). Se è aumentato solo di 20 significa che è stato utilizzato relativamente all'alienazione di un impianto ammortizzato per 10 (= variazione teorica – variazione effettiva, e dunque  $30 - 20$ ). Immaginiamo di sapere che l'impianto venduto era totalmente ammortizzato e che non siano realizzate plusvalenze o minusvalenze dalla vendita.

A questo punto possiamo dedurre che l'incremento degli impianti per 10 è stato determinato da:

- la vendita di un impianto del valore contabile di 10 (totalmente ammortizzato);
- l'acquisto di uno o più impianti del valore complessivo di 30 (è questo infatti il valore degli acquisti compatibile con la variazione di 20 intervenuta negli impianti e con la vendita per 10 di un vecchio impianto).

Si sono dunque verificati i seguenti flussi monetari:

- flusso in uscita, legato alle nuove acquisizioni: 30
- flusso in entrata, legato alla vendita di impianti: 5 (plusvalenza da alienazione impianti);

Se l'impianto fosse stato venduto realizzando una plusvalenza di 5 avremmo dovuto considerare anche questa nel calcolo dei flussi monetari in entrata ed in uscita.

Si riconsideri la precedente informazione considerando, però, l'esistenza della plusvalenza:

	19X1	19X2
Impianti	150	170
Fondo Ammortamento	60	80
Quota di ammortamento		30
Plusvalenze da vendita impianti		5

In questo caso i flussi monetari legati alla gestione degli impianti sono i seguenti:

- flusso in uscita, legato alle nuove acquisizioni: 30
- flusso in entrata, legato alla vendita di impianti: 5 (plusvalenza da alienazione impianti).

Qualora gli acquisti o le vendite avessero comportato delle dilazioni di pagamento avremmo dovuto tenerne conto per rettificare i flussi sopra individuati e riportarli al loro effettivo contenuto monetario.

Considerazioni analoghe, supportate da una conoscenza basilare delle tecniche contabili, devono svolgersi per le altre operazioni di differenti aree gestionali.

## 7. I confronti temporali e spaziali

L'ultima fase dell'analisi di bilancio è costituita dalla lettura e dallo studio dei valori riclassificati, del sistema degli indici e dei rendiconti finanziari e dal confronto tra bilanci della stessa impresa ma relativi ad anni diversi (confronti temporali) e tra bilanci di imprese diverse (confronti spaziali o interaziendali).

La lettura e lo studio dei risultati conseguiti nelle precedenti fasi deve ovviamente avvenire in modo unitario e integrato. Come detto in precedenza, infatti, la gestione aziendale,

sebbene indagata sotto molteplici profili di osservazione, è unica e la sua complessità può essere colta solo se si tengono in considerazione, in modo integrato, gli aspetti reddituali, finanziari e patrimoniali.

Unitamente a questo può risultare utile, o addirittura necessario, la considerazione di informazioni aggiuntive che permettano di spiegare i valori in analisi.

In ogni caso occorre individuare e indagare le relazioni che si instaurano tra i valori e tra le operazioni gestionali che determinano quei valori.

L'apprezzamento delle caratteristiche economico-finanziarie dell'impresa non può però avvenire prescindendo da termini di confronto che possono essere rappresentati da:

- valori *standard* medi degli indici;
- valori obiettivo degli indici;
- valori storici relativi alla stessa impresa;
- valori relativi ad altre imprese.

I valori *standard* degli indici sono stati elaborati da alcuni studiosi sulla base di osservazioni di imprese appartenenti a vari settori, in considerazione del significato aziendale di ogni indicatore. Possono rappresentare, dunque, valori normali cui un'impresa dovrebbe far riferimento al fine di indagare con puntualità le caratteristiche della propria gestione. C'è da sottolineare, però, che essi possono avere significatività in contesti ben limitati.

Più interessanti sono invece i confronti con valori obiettivo e quelli temporali e interaziendali.

I primi sono confronti da effettuare tra i valori degli indici calcolati in sede di *budgeting* e i valori consuntivi. Tali confronti, in quanto permettano di verificare eventuali scostamenti rispetto alle previsioni, costituiscono, come già detto, un primo approccio al controllo di gestione e, più in particolare, all'attività di monitoraggio dei risultati e di analisi degli scostamenti.

I confronti temporali sono solitamente riferiti a periodi di tre-cinque anni. L'ampiezza del periodo è giustificata dalla necessità di verificare gli effetti che le condizioni ambientali e le

politiche gestionali hanno determinato sulle performance aziendali.

I confronti temporali devono essere condotti tenendo ben presente due fattori:

- l'eventuale modifica dei criteri di valutazione nel corso del tempo. Questa può, infatti, alterare la significatività degli indici riferiti a periodi diversi e l'analista di bilancio deve considerarla in modo accurato. Si pensi ad esempio agli effetti che si determinano sui valori oggetto di analisi, dal passaggio, per la valutazione delle giacenze di magazzino, dal criterio LIFO al criterio FIFO in periodi di forte inflazione. Questa modifica determina, infatti, un incremento del valore delle rimanenze finali e un decremento del valore degli scarichi da magazzino con il risultato di aumentare il capitale circolante lordo e distorcere il ROI.

- la perdita del potere di acquisto della moneta, che determina una rilevante distorsione soprattutto per i valori dello stato patrimoniale classificati tra le immobilizzazioni. Si tratta infatti di beni e diritti acquisiti nel passato e valutati, solitamente, al costo storico. L'inflazione determina, dunque, distorsioni sugli indici in cui figurano a numeratore o a denominatore, isolatamente o in aggregati, le grandezze in oggetto. Ad esempio il ROI può risultare sopravvalutato rispetto al reale in quanto il suo numeratore è frutto, in gran parte, di ricavi e costi che rispecchiano il valore corrente della moneta mentre il suo denominatore comprende gli elementi dell'attivo immobilizzato che possono presentare un valore di molto inferiore al reale.

I correttivi applicabili al bilancio per tenere conto dell'inflazione possono essere integrali o parziali.

I primi consistono nell'adeguamento dei valori storici di bilancio mediante indici rappresentativi del livello generale dei prezzi (bilancio a valori storici riadeguati) o la sostituzione dei valori storici di bilancio con corrispondenti valori correnti di mercato (bilancio a valori correnti).

Tra i secondi figurano la rivalutazione straordinaria delle immobilizzazioni e dei relativi fondi di ammortamento, con costituzione di apposite riserve di rivalutazione per conguaglio monetario, e i correttivi specifici quale la valutazione del magazzino secondo il criterio LIFO.

I confronti spaziali si basano sul confronto di valori di bilancio e di indici relativi ad imprese differenti, solitamente operanti nello stesso settore.

Il confronto può riferirsi a:

- un aggregato di imprese variamente configurato;
- imprese appartenenti ad uno stesso settore;
- imprese appartenenti ad uno stesso raggruppamento strategico;
- imprese dello stesso settore con le più alte *performance*;
- imprese dirette concorrenti.

Ovviamente il confronto con le imprese dirette concorrenti assume rilevanza ai fini della diagnosi strategica.

Inoltre il confronto può avvenire con gruppi di imprese omogenee per quanto riguarda, ad esempio, la localizzazione, la dimensione, ecc.

La comparazione interaziendale può riguardare tanto i valori assoluti dei bilanci, eventualmente riclassificati e percentualizzati rispetto al totale o ad una voce rilevante, che gli indici di bilancio.

La significatività dell'analisi è differente se il confronto è effettuato con riferimento a dati medi (ad esempio di settore) o con riferimento a dati relativi a singole aziende.

L'analista che procede alla comparazione interaziendale dei bilanci incontra, inoltre, i seguenti problemi:

- *l'attendibilità dei bilanci* può essere inficiata dalle politiche di bilancio adottate dall'impresa. Si richiede quindi un'analisi della reciproca rispondenza di fatti gestionali, rilevazioni contabili, valori di bilancio e criteri di valutazione prescritti dalla normativa vigente;

- *il grado di omogeneità dei bilanci* può diminuire la significatività dell'analisi. Si fa riferimento alla *disomogeneità applicativa*, relativa alla applicazione dei criteri di valutazione; alla *disomogeneità normativa*, derivante da differenti normative nazionali cui devono sottostare le imprese oggetto del confronto; alla *disomogeneità valutativa*, connessa alle diverse monete di conto in cui sono espressi i valori dei bilanci; alla

*disomogeneità formale*, relativa agli schemi del bilancio di esercizio e alle informazioni aggiuntive; alla *disomogeneità temporale*, causata da differenti date di chiusura dei bilanci delle diverse imprese.

- completezza delle informazioni utili all'analisi.

Il fine dei confronti interaziendali può essere quello di effettuare un'analisi della posizione competitiva delle varie aziende di un settore (*competitive intelligence*) eventualmente utile anche per l'attività di *benchmarking*, ovvero la ricerca delle migliori prassi aziendali che portano ad una prestazione superiore.

In quest'ultimo caso l'analisi di bilancio può fornire lo spunto per individuare le migliori prassi del mercato da assoggettare poi a specifica analisi.

Ad esempio un alto tasso di rotazione delle scorte di materie prime, o per converso una loro bassa giacenza media, può essere indicativa di una particolare efficienza della funzione logistica in entrata o, ad esempio, di una certa organizzazione del sistema produttivo. Lo stesso dicasi per un alto tasso di rotazione delle scorte di semilavorati influenzato dalle caratteristiche del processo produttivo.

Un alto livello di rimanenze finali di prodotti finiti associato ad un basso tasso di rotazione, può essere il sintomo di una funzione distributiva scarsamente efficiente che mina il patrimonio di immagine dell'azienda nei confronti dei clienti.

L'analisi interaziendale difficilmente, però, può essere incisiva nell'indagine del patrimonio intangibile dei concorrenti. Infatti le risorse di conoscenza tecnologica, ad esempio, sono riflesse solo indirettamente nei bilanci dell'impresa. Un elevato livello delle spese di ricerca e sviluppo non significa necessariamente un maggior patrimonio di *know-how* tecnologico; così come le spese per la formazione del personale non sono indicative del livello di formazione effettivamente raggiunto dai dipendenti dell'impresa; e ancora un certo volume di ricavi da vendite non è necessariamente espressivo della fiducia della clientela, la quale promana non tanto dal volume acquistato quanto invece dal gradimento del sistema-prodotto dell'impresa.

L'analisi interaziendale può dunque essere un primo tentativo di monitorare la realtà competitiva in cui opera un'impresa ma non esaurisce l'attività di analisi della concorrenza.

## 8. L'analisi di sensitività

### 8.1. Introduzione

L'analisi di sensitività (o di sensibilità) consente di determinare, *cæteris paribus*, gli effetti che la variazione di una variabile determina sull'entità di un'altra variabile, dipendente dalla prima.

Questo tipo di analisi permette di rispondere a domande del tipo:

- quanto varierà il reddito operativo al variare dei volumi di vendita?
  - quanto varierà il reddito operativo al variare dei prezzi dei prodotti venduti?
- e così via.

Con maggiore precisione è possibile distinguere tra:

- analisi di sensitività del tipo *cosa fare per (goal seeking)* con cui si calcola la modifica che una variabile deve subire perchè si possano determinare certi effetti in un'altra variabile collegata alla prima. Ad esempio: di quanto devono aumentare i prezzi di vendita per ottenere un incremento del reddito operativo pari al 10%?

- analisi di sensitività del tipo *cosa succede se (what if)* con cui si indagano gli effetti determinati, sulla variabile studiata, da una modifica delle ipotesi di partenza. Ad esempio: di quanto varia il margine di contribuzione se i volumi di vendita aumentano del 7%?

L'analisi del tipo *what if* può essere poi generalizzata sia ricostruendo e rappresentando la relazione funzionale tra le variabili, determinando così per un insieme di variazioni della variabile indipendente le connesse variazioni di quella dipendente; sia individuando gli effetti sulle variabili di studio di una serie di cambiamenti nelle variabili a monte.

## 8.2. Le fasi dell'analisi e i coefficienti di sensitività

Qualunque sia, tra quelli indicati, il tipo di indagine che si intende effettuare, l'analisi di sensitività si svolge nelle seguenti fasi:

a) riclassificazione del conto economico e redazione, secondo opportune strutture, del rendiconto finanziario;

b) ricostruzione del modello economico-finanziario della specifica azienda in analisi con l'individuazione delle variabili chiave, delle loro relazioni e delle relazioni tra queste e le variabili risultato che si intende studiare;

c) individuazione dei coefficienti di sensitività, come presentato in seguito, al fine di determinare relazioni funzionali quantitative tra le variabili del modello predisposto nella fase precedente;

d) effettuazione dell'analisi mediante cambiamento delle ipotesi base del modello e studio dell'effetto provocato.

La fase sub a) permette di cogliere, in prima approssimazione, i nessi causali tra le variabili che determinano i risultati della gestione aziendale.

La riclassificazione del conto economico e la redazione del rendiconto finanziario permettono di indagare le variabili chiave della dimensione reddituale e finanziaria della gestione aziendale.

Le variabili e le loro relazioni causali possono essere rappresentate mediante un modello di carattere qualitativo (fase sub b).

La terza fase è di natura quantitativa in quanto volta al calcolo dei coefficienti di sensibilità, i quali indicano la variazione subita da una variabile dipendente (ad esempio il risultato operativo) a fronte di una variazione subita dalla variabile indipendente (ad esempio il fatturato) che alla prima è legata da una relazione di causalità.

Il coefficiente di sensibilità è, in pratica, un coefficiente di elasticità ed è calcolato come segue:

$$\text{coefficiente di sensibilità} = \frac{\Delta y / y}{\Delta x / x}$$

dove:

$y$  è la variabile dipendente (ad esempio il reddito operativo);

$x$  è la variabile indipendente (ad esempio il volume di vendite);

$Dx$  e  $Dy$  sono le variazioni assolute delle due variabili.

È ovvio che il coefficiente di sensibilità può assumere valori positivi o negativi a seconda che la variazione provocata nella variabile dipendente sia dello stesso segno o di segno opposto rispetto a quella della variabile indipendente.

Se supponiamo che la relazione tra le due variabili sia lineare e quindi esprimibile nella forma:

$$y = ax$$

il coefficiente di sensibilità è pari ad  $a$ .

Mediante semplici passaggi si può scrivere:

$$\Delta y = \frac{y}{x} \Delta x$$

Il rapporto  $y/x$  permette di calcolare la variazione di  $y$  data la variazione di  $x$  e può interpretarsi come una particolare specie del coefficiente di sensibilità.

I coefficienti di sensibilità possono essere di due tipi:

- *semplici* se la variazione di una variabile è messa in relazione con la variazione di un'altra sola variabile (ad esempio, la variazione del margine di contribuzione è messa in relazione con la variazione del solo volume di vendita);

- *composti* se la variazione della variabile dipendente è messa in relazione con più variabili (ad esempio, la variazione del reddito operativo è messa in relazione con le variazioni del volume dei ricavi e dei costi). I coefficienti di sensibilità composti si calcolano mediante somma algebrica dei coefficienti di sensibilità semplici, grazie all'ipotesi di linearità delle relazioni tra gli elementi in analisi.

L'analisi di sensibilità può essere utilizzata a fini previsionali e di confronto tra le varie imprese di uno stesso settore, ma ha il limite di essere un'analisi di statica comparata e di prescindere, perciò, dal tempo.

Tuttavia, i limiti della staticità temporale e del *coeteris paribus* possono essere attenuati utilizzando analisi più sofisticate.

### 8.3. Un esempio

Si consideri l'impresa ALFA, che presenta il conto economico riclassificato presentato in figura 14.

Nella colonna di destra della figura 14 sono indicati alcuni coefficienti di sensibilità del reddito operativo. Ogni coefficiente è calcolato rapportando il valore di ogni elemento del reddito operativo al reddito operativo stesso. Ad esempio, il coefficiente di sensibilità del reddito operativo rispetto ai consumi di materie è calcolato nel seguente modo:  $-450/530 = -0,85$ .

Supponendo una relazione lineare tra il reddito operativo e i consumi di materie tale

coefficiente indica che se il valore dei consumi di materie aumenta del 10%, *coeteris paribus*, il reddito operativo diminuisce di  $10\% \times -0,85 = -8,5\%$ .

Un esempio di coefficiente di sensibilità composto è quello del reddito operativo rispetto al margine di contribuzione. Esso può calcolarsi in due modi:

1) come rapporto tra margine di contribuzione e reddito operativo:  $920/530 = 1,74$ ;

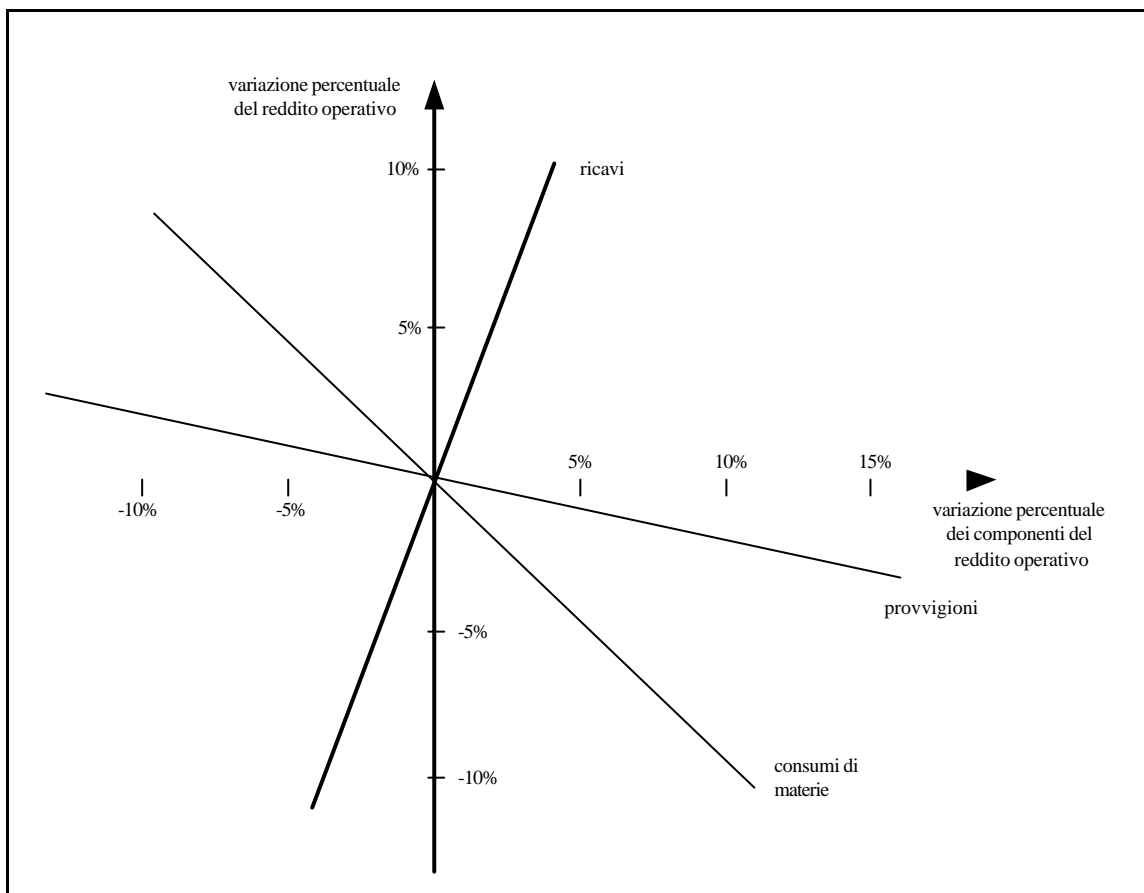
2) come somma algebrica dei coefficienti di sensibilità del reddito operativo rispetto ai componenti del margine di contribuzione:  $2,8 - 0,85 - 0,17 - 0,06 = 1,74$ .

Utilizzando i coefficienti di sensibilità determinati, è possibile tracciare, come in figura 15, il diagramma di sensibilità del reddito operativo, che rappresenta graficamente le relazioni

Figura 16. Conto economico riclassificato dell'impresa ALFA

	valori	coeff. di sensibilità
Ricavi netti di vendita	1500	2,8
- Costi variabili:		
Consumi di materie	(450)	- 0,85
Provvigioni	(90)	- 0,17
altri costi variabili	(40)	- 0,06
<b>= Margine di contribuzione</b>	<b>920</b>	<b>1,74</b>
- Costi fissi		
Ammortamenti	(185)	- 0,35
di struttura	(130)	- 0,25
di politica	(75)	- 0,14
<b>= Reddito Operativo</b>	<b>530</b>	
-oneri finanziari	(90)	
- oneri tributari	(210)	
<b>= Risultato Netto</b>	<b>20</b>	

Figura 17. Diagramma di sensitività



funzionali tra il reddito operativo e i suoi componenti

L'analisi, limitata nell'esempio al solo conto economico, può effettuarsi anche sui flussi finanziari prodotti dalla gestione.