

DISPENSE DI ANALISI DI BILANCIO

**CORSO DI RAGIONERIA A.A. 2004 – 2005
I CANALE**

LA RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE

Lo schema di Stato Patrimoniale contenuto nell'art. 2424 del Codice Civile e fin qui esaminato contrappone gli impieghi alle fonti di finanziamento ed è redatto, come visto, in base al criterio di destinazione. Tuttavia, una simile esposizione si presenta inadeguata ai fini dell'analisi di bilancio, in quanto viziata dai seguenti inconvenienti:

- ✓ i debiti non sono distinti secondo la loro scadenza;
- ✓ le attività sono scisse in immobilizzazioni ed attivo circolante in base al criterio di destinazione e non alla loro effettiva liquidabilità;
- ✓ le voci "crediti verso soci per versamenti ancora dovuti" e "ratei e risconti" sono tenute distinte da tutte le altre.

Al fine di procedere all'analisi di bilancio, sarà necessario riclassificare lo Stato Patrimoniale secondo criteri finanziari.

Criterio finanziario (di durata): discrimina le voci di bilancio in relazione al tempo che le stesse impiegano per trasformarsi in moneta.

E' possibile attingere le informazioni di carattere finanziario sia dallo Stato Patrimoniale che dalla Nota Integrativa.

Lo Stato Patrimoniale infatti, come già esaminato, impone la distinta indicazione:

- della parte esigibile entro l'esercizio dei crediti costituenti immobilizzazioni;
- della parte esigibile oltre l'esercizio dei crediti costituenti attivo circolante;
- degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo per quanto concerne i debiti.

La Nota Integrativa prevede l'indicazione, per ciascuna voce riguardante crediti e debiti, dell'ammontare di durata residua superiore a 5 anni.

	ENTRO ESERCIZIO SUCCESSIVO	OLTRE ESERCIZIO SUCCESSIVO	OLTRE IL 5° ESERCIZIO SUCCESSIVO	TOTALE
Crediti verso clienti	£	£	£	£
Crediti verso altri	£	£	£	£
Debiti verso fornitori	£	£	£	£
Debiti verso altri	£	£	£	£

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO

attivo fisso	IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE	CAPITALE PROPRIO	capitali permanenti
	IMMOBILIZZAZIONI FINANZ. RIE		
attivo circolante	DISPONIBILITA'	PASSIVO CONSOLIDATO	
	LIQUIDITA' DIFFERITE		
	LIQUIDITA' IMMEDIATE	PASSIVO CORRENTE	
	TOTALE INVESTIMENTI	TOTALE FONTI DI FINANZ.TO	

Questo stato Patrimoniale è stato riclassificato secondo il criterio finanziario ed a liquidità crescente.

ATTIVITA'

L'attivo fisso indica la parte di attività la cui trasformazione in moneta ha luogo oltre l'anno; l'attivo circolante è invece costituito da attività la cui trasformazione in moneta ha luogo entro l'anno.

Le **immobilizzazioni**, come già esaminato nell'analisi della struttura dello Stato Patrimoniale, si suddividono in:

- immobilizzazioni tecniche:
- materiali
 - immateriali

sono beni strumentali al processo produttivo

Immobilizzazioni finanziarie¹: sono valori patrimoniali che si realizzano oltre l'esercizio; non godono del carattere della strumentalità in relazione al processo produttivo.

Tra le immobilizzazioni immateriali si rilevano inoltre i risconti pluriennali e gli oneri del prestito, a causa del loro lungo ciclo finanziario.

L'**attivo corrente** può essere ripartito in tre classi:

- disponibilità
- liquidità differite
- liquidità immediate

^{1 1} Tra le immobilizzazioni finanziarie si annoverano anche i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, ma non ancora richiesti. Tali crediti possono essere:

- 1) inclusi tra le immobilizzazioni finanziarie;
- 2) inclusi nell'attivo circolante per la parte di decimi già richiamati (ma non ancora versati);
- 3) portati in detrazione del capitale proprio, al fine di evidenziare le fonti di finanziamento realmente utilizzate.

Le *disponibilità* sono costituite essenzialmente dai costi sospesi, fra i quali rilevano i risconti attivi e le rimanenze di merci (rappresentate dalla somma dei prodotti finiti, delle materie prime e dei materiali in corso di lavorazione nelle imprese industriali e dalla giacenza delle merci a disposizione per la vendita nelle imprese commerciali).

Per quanto concerne il magazzino², si sottolinea che spesso le aziende, per fronteggiare le fluttuazioni della domanda, sono costrette a mantenere un livello minimo di scorte in magazzino (scorta vincolata o permanente) che per esse rappresenta un'attività immobilizzata; inoltre parte delle rimanenze, in presenza di particolari contingenze di mercato, possono diventare difficilmente vendibili. In tali casi l'analista interno è chiamato ad inserire la parte meno liquida del magazzino fra le immobilizzazioni tecniche. Ne consegue che le scorte vincolate sono immobilizzazioni tecniche:

- perché non si vendono;
- perché sono funzionali alla domanda.

Le *liquidità differite* sono rappresentate da tutti i crediti a breve termine (crediti verso clienti, crediti verso dipendenti, crediti verso l'erario) e corrispondono ai valori numerari assimilati. Fra le liquidità differite si annoverano anche i ratei attivi.

Le *liquidità immediate* sono rappresentate da moneta (cassa, banca, valori postali, bolli, ecc.) e corrispondono ai valori numerari certi.

Esempi particolari di disponibilità che non si realizzano entro l'esercizio sono gli anticipi a fornitori relativi a forniture di beni a fecondità ripetuta e, specularmente, i lavori in corso su ordinazione a prestazioni indivisibili, che per loro natura, a seguito della riclassificazione dello Stato Patrimoniale in base al criterio finanziario, vanno inseriti tra le immobilizzazioni.

TUTTI I VALORI ATTIVI SONO ESPRESSI AL NETTO DEI RISPETTIVI FONDI DI RETTIFICA		
Immobilizzazioni (fondi di ammortamento)	Rimanenze di magazzino (svalutazione)	Crediti (fondo svalutazione crediti)

² Per quanto concerne le imprese industriali, si richiama l'attenzione sull'esistenza di due tipologie di magazzino: quello relativo allo stoccaggio per la produzione e quello relativo ai prodotti finiti. I criteri quantitativi e qualitativi che regolano la formazione dei magazzini stessi non possono essere identici, ma vanno ricercati e definiti in funzione della tipologia dei beni costituenti le scorte. In particolare, i processi produttivi attualmente adottati dalle imprese industriali richiedono la presenza della "scorta di ferro" nell'ambito del magazzino materie (atta a fronteggiare eventuali ritardi nell'approvvigionamento, che si tradurrebbero in arresti della produzione e quindi in ingenti costi non assorbibili in alcun ganglio della filiera produttiva) e la sua totale assenza nel contesto del magazzino prodotti (in virtù della sempre più diffusa pratica della "produzione sul venduto"). Conseguentemente, differiranno – nella maggior parte dei casi – anche i criteri di valutazione del magazzino materie e di quello prodotti finiti.

PASSIVITA'

Il **capitale proprio** segue lo schema dettato dal Codice Civile; in tale voce vanno inoltre inseriti i proventi del prestito ed i risconti pluriennali.

Il **capitale di credito** è composto da:

- passivo consolidato: debiti che scadono oltre l'anno
- passivo corrente: debiti che scadono entro l'anno (alcuni debiti commerciali; ratei e risconti passivi).

Dai mutui passivi e dai prestiti obbligazionari, annoverati fra il passivo consolidato, devono essere scorporate le quote scadenti entro l'anno, che vanno invece incluse nel passivo corrente.

Lo stesso meccanismo va applicato ai fondi spese ed al fondo TFR, superando le difficoltà incontrate nella stima della quota utilizzata durante l'esercizio successivo tramite il calcolo della media dei valori storici (dati relativi ai licenziamenti), o tramite un'estrapolazione degli stessi o, ancora, basandosi su eventuali piani di ristrutturazione.

$$\underline{\text{PASSIVO CONSOLIDATO}} + \underline{\text{CAPITALE PROPRIO}} = \underline{\text{CAPITALI PERMANENTI}}$$

LA RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO

Lo schema di Conto Economico contenuto nell'art.2425 del Codice Civile evidenzia i seguenti risultati parziali:

- 1) differenza tra valore e costi della produzione;
- 2) differenza tra proventi e oneri finanziari;
- 3) differenza tra proventi e oneri straordinari;
- 4) risultato prima delle imposte;
- 5) imposte dell'esercizio.

Apparentemente esiste una corrispondenza biunivoca fra i gruppi di costi e ricavi appena richiamati e le aree gestionali prima esaminate.

Una più attenta analisi rileva tuttavia notevoli difficoltà nell'utilizzo immediato del Conto Economico redatto secondo lo schema contenuto nel Codice Civile ai fini dell'analisi di bilancio, se non si procede ad una preventiva ed adeguata riclassificazione.

Tale riclassificazione consisterà essenzialmente nella redazione di un Conto Economico idoneo a rappresentare la complessiva gestione scissa nelle aree che le sono proprie.

Ricavi operativi
(Costi operativi)
<hr/>
RISULTATO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA o REDDITO OPERATIVO
± Saldo della gestione extra-caratteristica
<hr/>
RISULTATO DELLA GESTIONE CORRENTE o ORDINARIA
± Saldo della gestione finanziaria
± Saldo della gestione straordinaria
<hr/>
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
(Imposte)
<hr/>
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO
<hr/> <hr/>

Ai fini dell'analisi reddituale è necessario riposizionare alcune poste contenute nello schema di Conto Economico dettato dal Codice Civile:

- A. nell'ambito del "Valore della produzione", la voce "altri ricavi e proventi" attiene alla gestione atipica e non a quella caratteristica;
- B. nell'ambito dei "Costi della produzione", la voce "altre svalutazioni delle immobilizzazioni" attiene alla gestione straordinaria piuttosto che a quella caratteristica;
- C. nell'ambito dei "Proventi e oneri finanziari", le voci "proventi da partecipazioni" e "altri proventi finanziari" attengono alla gestione atipica piuttosto che a quella finanziaria;
- D. le "Rettifiche di valore di attività finanziarie" sono considerate integralmente nella gestione atipica.

Esistono molteplici schemi di riclassificazione del Conto Economico, ognuno dei quali incide sulla composizione del reddito operativo.

Tuttavia, qualunque sia lo schema di riclassificazione applicato, il risultato operativo è sempre seguito dal saldo della gestione extra-caratteristica, di quella finanziaria, di quella straordinaria e quindi, dalle imposte, per giungere in tal modo alla determinazione del risultato netto.

GESTIONE EXTRA-CARATTERISTICA

La gestione extra-caratteristica comprende la gestione patrimoniale e le gestione accessorie, attività che esulano dall'oggetto principale dell'impresa.

Esempio: per un'impresa che produce pasta alimentare, la vendita di farina rappresenta un'attività accessoria: quindi i costi relativi alla produzione della farina verranno inclusi nella gestione caratteristica se essa è strumentale alla produzione della pasta, mentre faranno parte della gestione accessoria qualora la farina prodotta fosse poi venduta sul mercato; in questa area confluiranno altresì i ricavi di vendita della farina stessa.

In sintesi, qualora si verifichi una reale differenziazione del prodotto, ossia una quota rilevante di ricavi deriva da produzioni diverse da quella tipica, tali componenti positivi di reddito, insieme con i correlativi componenti negativi, possono essere inseriti nella gestione atipica. Tuttavia, se la suddetta quota di ricavi si rivela irrisoria in relazione al totale dei ricavi stessi, la produzione generatrice di tale quota non è considerata rilevante per l'impresa (i componenti di reddito ad essa afferenti non potranno essere inseriti nella gestione atipica).

L'evidenziazione di un saldo della gestione extra-caratteristica nel Conto Economico è indissolubilmente legata alla presenza, nello Stato Patrimoniale, di attività immobilizzate, che hanno dato luogo ai componenti positivi e negativi ascrivibili alla gestione in esame.

Questa osservazione assume importanza notevole se correlata alla mancata distinzione, nello Stato Patrimoniale, fra cespiti patrimoniali legati allo svolgimento del ciclo operativo e beni che costituiscono una sorta di riserva di liquidità (in quanto generano un flusso di denaro costante) e che rappresentano una forma di finanziamento stabile. Tali beni non hanno carattere di strumentalità: infatti la loro presenza o assenza è totalmente neutrale nei confronti della produttività aziendale.

Operare la distinzione di cui sopra nello Stato Patrimoniale assume rilevanza al fine del calcolo del ROI (return of investments), indice che correla il reddito operativo al capitale investito

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}}$$

Onde determinare un valore del ROI realmente significativo, si dovrebbe procedere omogeneizzando numeratore e denominatore: poiché il reddito operativo consiste nel rendimento degli investimenti strumentali, dal valore del capitale investito si dovrebbe sottrarre quello delle immobilizzazioni non strumentali.

Esempio: se il reddito operativo è pari a 20, gli investimenti strumentali a 200 e quelli totali a 270, il valore del ROI, se calcolato quale rapporto fra reddito operativo ed investimenti totali, risulta essere inferiore a quello calcolato ponendo al denominatore del rapporto gli investimenti strumentali. Infatti:

$$\text{ROI}_1 = \frac{20}{270} = 7,4\% \qquad \text{ROI}_2 = \frac{20}{200} = 10\%$$

La distinzione effettuata nei confronti degli immobili deve essere estesa anche alle partecipazioni: se la partecipazione è detenuta in funzione di un reale interesse teso a possedere una quota parte del capitale della società partecipata (con le ovvie conseguenze in materia di presenza in assemblea), la partecipazione stessa andrà annoverata fra le immobilizzazioni strumentali; di contro, se la partecipazione rappresenta unicamente un temporaneo investimento di liquidità di carattere eminentemente speculativo, i componenti di reddito da essi generati rientrano nella gestione extra-caratteristica.

A tale proposito l'art.2424-bis introduce una presunzione in base alla quale le partecipazioni superiori al 20% del capitale sociale (10% se la società è quotata in borsa) si intendono immobilizzazioni; tuttavia l'analista, detentore di informazioni precise ed approfondite, può annoverare una partecipazione non rilevante per il Codice Civile fra le immobilizzazioni e viceversa: nell'analisi non si tiene conto delle caratteristiche assolute dei beni, ma del modo in cui le stesse caratteristiche possono essere modificate per volontà aziendale.

Le considerazioni operate dall'analista assumono rilevanza nella costruzione degli indici: qualora gli indicatori non fossero correttamente costruiti e non si dimostrassero rappresentativi della realtà, le informazioni da essi dedotte fuorvierebbero il soggetto economico anziché supportarlo ed agevolarlo nelle sue scelte.

GESTIONE FINANZIARIA

In questa area gestionale confluiscono gli interessi attivi e passivi derivanti dalla concessione di prestiti e dall'accensione di debiti di finanziamento. Possono verificarsi delle commistioni con la gestione atipica, nell'eventualità in cui l'area in esame accolga, ad esempio, dividendi da partecipazioni, interessi su titoli o utili derivanti dalla negoziazione dei titoli stessi: nella misura in cui esiste una gestione patrimoniale (o extra-caratteristica), i componenti di reddito sopra ricordati devono essere inseriti in tale gestione.

Un dubbio può sorgere in relazione alle obbligazioni, con particolare riferimento a quelle acquistate dall'azienda (quelle emesse generano infatti interessi passivi che possono essere sicuramente annoverati fra gli oneri finanziari): riguardo ad esse infatti va analizzata la finalità per la quale sono state acquisite. Se esse rappresentano un investimento fruttifero di un temporaneo eccesso di liquidità, gli interessi attivi ad esse ascrivibili rientrano nella gestione finanziaria; se l'acquisto di obbligazioni è effettuato allo scopo di prestare denaro all'impresa emittente (che può essere una controllata, una controllante, una consociata, un cliente, un fornitore, ecc.) si ha un investimento rispondente ad una diversa logica complessiva, i cui proventi potrebbero essere inseriti nell'ambito di aree diverse da quella in esame.

Osservazioni analoghe possono essere effettuate per quanto riguarda i crediti concessi a società controllate a medio e lungo termine, i quali generano interessi attivi derivanti da un'operazione di finanziamento, la cui natura risulta evidentemente diversa da quella relativa alle operazioni di investimento e per tale ragione, classificabili in aree diverse.

GESTIONE STRAORDINARIA

L'identificazione dei componenti straordinari di reddito presenta qualche difficoltà, escludendo comunque il caso delle plusvalenze e le minusvalenze.

Le perdite su crediti creano qualche perplessità. Non sono eventi completamente imprevedibili (non a caso, fra le operazioni di assestamento è prevista l'integrazione di una quota di costo che affluisce al fondo svalutazione crediti, finalizzato a fronteggiare eventuali perdite derivanti dallo stralcio totale o parziale di alcuni crediti commerciali), quindi non rappresentano un onere straordinario, bensì un componente negativo di reddito, alla stregua delle quote di ammortamento. Non si può neanche affermare che le perdite su crediti non si verificano con regolarità: spesso, nella realtà, una parte più o meno consistente dei crediti commerciali non viene riscossa.

Tipici componenti straordinari sono le sopravvenienze e le insussistenze.

Esempio: a seguito del concordato (forma di chiusura delle procedure concorsuali che conduce a pagare tutti - o quasi - i creditori in misura minore al dovuto) di un cliente, l'azienda ritiene di poter svalutare il credito nei suoi confronti per la misura non coperta dal concordato. In un secondo tempo, a chiusura del concordato, l'azienda riceve in pagamento una somma superiore a quella preventivata: la differenza fra quanto esistente in bilancio e la somma effettivamente incassata rappresenta una sopravvenienza attiva.

Esempio: se nella cassa aziendale viene rinvenuto un biglietto da £ 50.000 falso, la consistenza della cassa deve essere ridotta di un valore corrispondente, che rappresenta una insussistenza dell'attivo.

IMPOSTE

La normativa fiscale riconosce alcuni componenti positivi e negativi di reddito diversi da quelli riconosciuti dalla normativa civilistica. In particolare, esistono alcuni meccanismi fiscali che consentono di differire il pagamento delle imposte, generando in tal modo una sorta di finanziamento a costo zero concesso dall'amministrazione finanziaria.

In sede di analisi, è necessario depurare il bilancio dalle influenze di natura fiscale, in quanto si persegue l'obiettivo di evidenziare i rendimenti in termini economici dei valori aziendali.

DETERMINAZIONE DEL REDDITO OPERATIVO

Il reddito operativo viene in questa sede determinato con il sistema di riclassificazione a costo del venduto.

Ricavi
(Costo del Venduto)
<hr/>
MARGINE INDUSTRIALE LORDO
(Spese di R&S)
(Spese di amministrazione)
(Spese commerciali)
<hr/>
REDDITO OPERATIVO
<hr/> <hr/>

Il costo dei prodotti venduti è dato dalla differenza fra le rimanenze iniziali e quelle finali, dal costo degli acquisti, del personale e degli altri costi diretti.

esistenze iniziali di materie prime, sussidiarie, di consumo, di merci, di prodotti in lavorazione, di semilavorati e di prodotti finiti

+ acquisti di materie prime, sussidiarie di consumo e merci

+ costi industriali (costi per servizi, costi del personale, ammortamenti riferiti alla produzione)

- rimanenze finali di materie prime, sussidiarie, di consumo, di merci, di prodotti in lavorazione, di semilavorati e di prodotti finiti

- costi patrimonializzati per lavori interni

COSTO DEL VENDUTO

Quindi, nel margine industriale lordo confluiscono solo i costi inerenti l'attività produttiva; da tale margine vanno sottratti costi di ricerca e sviluppo, di amministrazione e commerciali per ottenere il reddito operativo.

In questo schema i componenti di reddito vanno inseriti secondo il criterio di destinazione, che permette di distinguere costi e ricavi generati dall'attività strettamente industriale (di produzione e/o di trasformazione) da quelli riguardanti il settore commerciale ed amministrativo, e non secondo la loro natura; la riclassificazione può quindi essere evidentemente effettuata solo da un analista interno, il quale possiede tutte le informazioni necessarie a distinguere costi e ricavi in base alla loro funzionalità.

E' appena il caso di ricordare che il Legislatore italiano, nel D. Lgs. 127/91, ha optato per la configurazione a ricavi e costi della produzione, in quanto più idonea di quella a ricavi e costo del venduto a recepire eventuali ulteriori suddivisioni di voci ed a consentire collegamenti e correlazioni con lo Stato Patrimoniale; la configurazione a ricavi e costo del venduto richiede peraltro una organizzazione contabile più impegnativa e concede agli amministratori una certa discrezionalità nella riaggregazione dei costi.

ANALISI DEL REDDITO OPERATIVO

L'oscillazione del reddito operativo nel corso del tempo, rilevata a seguito del confronto del valore suddetto relativo a diversi esercizi, può dipendere, come è ovvio, dalla variazione dei ricavi o da quella dei costi o da una combinazione delle due. Si esamina comunque l'ipotesi, più preoccupante, di un decremento del reddito operativo.

A) ANALISI DEI RICAVI

La riduzione dei ricavi può essere dovuta sia alla diminuzione dei prezzi - la quale può essere a sua volta ascrivibile all'accesso di nuovi concorrenti sul mercato, ad una eventuale recessione o, ancora, alla perdita di quote di mercato da parte dell'azienda in analisi, evento non infrequente in settori sensibilmente differenziati - che alla contrazione della quantità venduta.

B) ANALISI DEI COSTI

Se la riduzione del reddito operativo è dovuta all'incremento dei costi, è necessario analizzare quali tipologie di costi sono aumentate e per quale ragione.

- Costi di R&S: nell'ipotesi in cui l'azienda abbia condotto una serie di ricerche per lo sviluppo di un nuovo prodotto, si può essere verificato un aumento dei costi di R&S, ma ciò non deve destare la preoccupazione dell'analista.
- Costi amministrativi: il numero degli addetti all'amministrazione è generalmente molto ridotto rispetto alle altre forze lavorative presenti in azienda, quindi l'aumento del loro stipendio dovrebbe avere un'incidenza limitata; tuttavia si potrebbe verificare un aumento di questa categoria di costi dovuto alla modifica dei sistemi di controllo: in tal caso, se l'introduzione o l'aggiornamento di questi sistemi è realmente conveniente per l'azienda (in quanto si ha un aumento dell'efficienza), ciò non deve destare la preoccupazione dell'analista.
- Costi commerciali: l'incremento di questa categoria di costi può essere dovuto ad alcune problematiche tipiche del mercato che hanno imposto, ad esempio, una maggiore o diversa pubblicizzazione del prodotto al fine di mantenere costanti le vendite.

In generale, è buona norma analizzare il rapporto fra costi e benefici, cioè osservare l'aumento percentuale dei ricavi generato da un determinato aumento percentuale dei costi.

Dall'analisi per natura possono emergere ulteriori cause dell'aumento dei costi che fanno riferimento a tutte le aree funzionali nel loro complesso.

- Costi del personale: l'aumento del costo del personale dovuto all'aumento dell'organico in forze e non correlato ad un incremento dei ricavi evidenzia una diminuzione dell'efficienza del personale.
- Costi esterni: si tratta soprattutto dei costi di acquisto delle materie prime; il loro incremento non correlato a quello dei ricavi evidenzia o la presenza di consistenti scorte di magazzino o l'inefficiente sfruttamento delle materie prime stesse nel processo produttivo. L'incremento di cui sopra - dovuto ad un aumento dei prezzi - è una variabile esogena, incontrollabile da parte dell'azienda. Infine, l'aumento del costo d'acquisto delle materie prime può dipendere dalla scelta di forniture di maggiore qualità: in questo caso il prodotto finale, anch'esso di qualità superiore, dovrebbe generare maggiori ricavi, salvo l'ipotesi in cui l'azienda non stia attuando una politica di aggressione del mercato.
- Costo degli ammortamenti: l'incremento di questi costi potrebbe essere dovuto all'acquisto di nuovi impianti che implementano la capacità produttiva; tuttavia l'assenza di uno speculare aumento dei ricavi evidenzia una inefficienza della struttura.

In conclusione, la variazione di ogni componente è determinata da molteplici fattori che vanno analizzati sia singolarmente che in funzione della dinamica aziendale, al fine di mettere in luce tutti i plausibili legami causa-effetto.

L'ANALISI DEL BILANCIO PER INDICI E PER FLUSSI

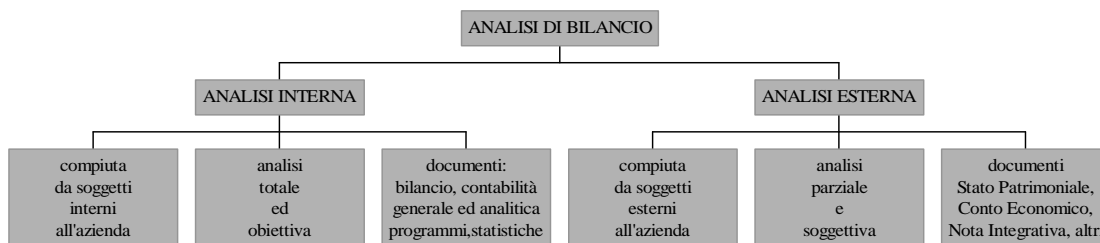
L'analisi di bilancio è una tecnica di controllo sullo stato di salute di un'azienda e rappresenta uno strumento indispensabile per il raggiungimento di due importanti finalità:

- ↪ verificare e controllare l'andamento della gestione: l'analisi finanziaria dovrebbe essere considerata dal *management* come una sorta di cruscotto dotato di diverse spie luminose poste ad indicare l'andamento di alcuni aspetti peculiari della gestione nelle sue aree patrimoniale, economica e finanziaria. L'osservazione periodica degli indicatori consente un costante monitoraggio della situazione aziendale ed un intervento tempestivo qualora si renda necessaria una "correzione di rotta".
- ↪ effettuare indagini di carattere economico finanziario ad opera dei soggetti che, per motivazioni eterogenee, sono interessati alla *performance* aziendale ed in diversa misura ne sopportano il rischio d'impresa (finanziatori, fornitori, clienti, ecc.).

L'analisi di bilancio è in definitiva uno strumento informativo che chiarisce l'origine dei risultati d'impresa e le loro tendenze.

Per la direzione aziendale è indispensabile effettuare non solo l'analisi dell'impresa che gestisce, ma anche di quelle concorrenti, soprattutto in periodi di turbolenza economica quale quello attuale, caratterizzato da continui cambiamenti di mercato e da una concorrenza che ha raggiunto dimensioni globali ed operato una riduzione dei margini di profitto tale da assicurare la sopravvivenza sul mercato esclusivamente alle aziende che presentano una struttura organizzativa razionale, adeguatamente finanziate e detentrici delle necessarie conoscenze della propria situazione.

L'analisi di bilancio può essere condotta da soggetti che si trovano all'interno dell'azienda ovvero all'esterno di questa: chiaramente i risultati ottenuti varieranno in base alla quantità ed alla qualità delle informazioni a disposizione degli analisti.



L'analisi interna è generalmente puntuale e precisa, in quanto gli analisti interni dispongono di tutte le informazioni necessarie per costruire indicatori realmente esplicativi della situazione contingente in cui l'azienda viene a trovarsi in un preciso istante o in un determinato intervallo temporale. L'unica possibilità di errore in questo genere di analisi è rappresentata dall'ipotesi in cui le informazioni di partenza siano errate (ad esempio, inesatta imputazione di alcuni costi e ricavi ed errata rilevazione quantitativa e monetaria degli elementi soggetti a valutazione).

L'analisi esterna si presenta più o meno imprecisa, e si discosta in maniera più o meno marcata dalla realtà, in quanto gli analisti esterni (concorrenti, fornitori, clienti, istituti di credito, ecc.) dispongono di informazioni limitate.

L'analisi di bilancio può essere compiuta per **indici** o per **flussi**. Gli *indici* sono dei quozienti (o differenze, in relazione alle quali si parla di margini) calcolati operando su determinati aggregati dello Stato Patrimoniale e/o del Conto Economico; l'analisi in esame è di tipo statico, in quanto fornisce indicazioni relative all'azienda riferibili ad un preciso istante temporale. L'analisi per *flussi*, di contro, evidenzia le variazioni (e la loro entità) subite dal volume dei mezzi finanziari necessari alla gestione e da quello dei mezzi che ad essa sono pervenuti; in tal senso si argomenta di analisi dinamica.

L'analisi di bilancio viene effettuata procedendo attraverso le seguenti fasi:

- I. lettura critica del bilancio;*
- II. riclassificazione del bilancio;*
- III. costruzione degli indici;*
- IV. interpretazione degli indici;*
- V. analisi per flussi;*
- VI. giudizio complessivo sullo stato dell'azienda.*

L'ANALISI PER INDICI

Gli indici di bilancio rappresentano una vera e propria chiave per comprendere la situazione nella quale l'azienda versa, ossia se essa si trova in una solida posizione finanziaria, oppure soffre di squilibri che la rendono vulnerabile sotto questo profilo. L'utilizzo della tecnica in discorso permette di fornire risposte puntuali e precise ad alcuni interrogativi quali, ad esempio, se la clientela sta pagando nei termini previsti, se i nuovi investimenti sono stati finanziati con disponibilità monetarie generate dalla gestione, oppure da finanziamenti esterni, se il maggior utilizzo degli affidamenti bancari produrrà benefici o perdite in termini di redditività.

Per questi motivi, qualsiasi soggetto, per qualsivoglia motivo interessato alle vicende di una particolare azienda, non può prescindere dal ricorso all'impiego di questo strumento, che gli consente di scoprire ed approfondire, attraverso gli effetti sui bilanci, le cause dei risultati economici ottenuti, la tendenza dell'impresa a realizzare in futuro profitti ed il grado di solidità finanziaria dalla stessa posseduto.

Il giudizio circa le condizioni generali dell'impresa e gli sviluppi plausibili attesi deve in ogni caso scaturire dal confronto con diverse tipologie di dati, in relazione alla particolare informazione ricercata. Il confronto con i dati storici permette di effettuare la valutazione diacronica del rendimento aziendale; quello con i dati relativi alle altre aziende paragona la *performance* aziendale con quella di un'altra compagine, con quella della migliore del settore (*benchmarking*) o, ancora, con quella media dello stesso; infine, il confronto può essere posto con standard soggettivi.

L'analisi per indici viene compiuta costruendo indicatori che ineriscono tre aspetti della complessiva struttura aziendale:

- a) *analisi della struttura patrimoniale;*
- b) *analisi della struttura economica;*
- c) *analisi della struttura finanziaria;*

La scissione appena effettuata ha unicamente carattere agevolativo dell'analisi, in quanto non avrebbe alcun senso effettuare l'analisi parziale di un singolo aspetto ignorando a priori le strette correlazioni esistenti fra di essi.

ANALISI DELLA STRUTTURA PATRIMONIALE

Si analizzano in questa sede la liquidità e la solidità patrimoniale dell'azienda, attraverso:

- a) l'esame della solvibilità aziendale (nell'ambito del quale si registra una commistione con l'analisi finanziaria);
- b) l'esame della composizione delle fonti finanziarie dell'azienda, scisse fra capitale proprio e capitale i terzi, e quindi, dell'indebitamento della stessa.

In sintesi, l'analisi patrimoniale esamina la struttura del patrimonio dell'azienda – indipendentemente dalle modalità di svolgimento del ciclo produttivo – al fine di accertare le condizioni di equilibrio nella composizione degli impieghi e delle fonti di finanziamento.

L'analisi della composizione degli impieghi tende a mettere in risalto il grado di rigidità o di elasticità del patrimonio.

Nell'ambito dello Stato Patrimoniale vengono posti a confronto i valori delle due macroclassi "attivo fisso" (elementi inerenti la struttura produttiva) ed "attivo circolante" (elementi residuali che non rientrano nel contesto della struttura produttiva) con il totale degli impieghi.

La prima operazione da compiere nell'ambito dell'analisi della struttura patrimoniale è la percentualizzazione dell'attivo.

Si supponga, a titolo esemplificativo e non limitativo, di dover analizzare uno Stato Patrimoniale che presenta la seguente composizione.

	Attivo Fisso 45%	Capitale Netto
Attivo Circ.te	Disponibilità 15 %	Passivo Consolidato
	Liquidità Differite 30 %	
	Liquidità Immediate 10%	
	Capitale Investito	Capitale di Finanziamento

In tal modo risulta evidente la parte di capitale investito rappresentata da ciascun aggregato.

- 1) **ATTIVO FISSO** ⇒ 45 % del totale
- 2) **ATTIVO CIRCOLANTE** ⇒ 55 % del totale
distribuito in:
 - a) **disponibilità** ⇒ 15 % del totale
 - b) **liquidità differite** ⇒ 30 % del totale
 - c) **liquidità immediate** ⇒ 10 % del totale

Si procede ora alla costruzione degli indici, tramite l'utilizzo dei valori assoluti che esprimono la consistenza delle macroclassi in cui è stato suddiviso lo Stato Patrimoniale riclassificato; il rapporto tra i suddetti valori assoluti sarà rappresentato da percentuali.

Indice di rigidità degli impieghi

$$\text{RIGIDITA' DEGLI IMPIEGHI} = \frac{\text{Attivo Fisso}}{\text{Capitale Investito}}$$

Il valore dell'indice – evidenziando la parte di capitale investito destinata ad essere immobilizzata – segnala in quale misura il capitale complessivamente investito può essere convertito in altri impieghi.

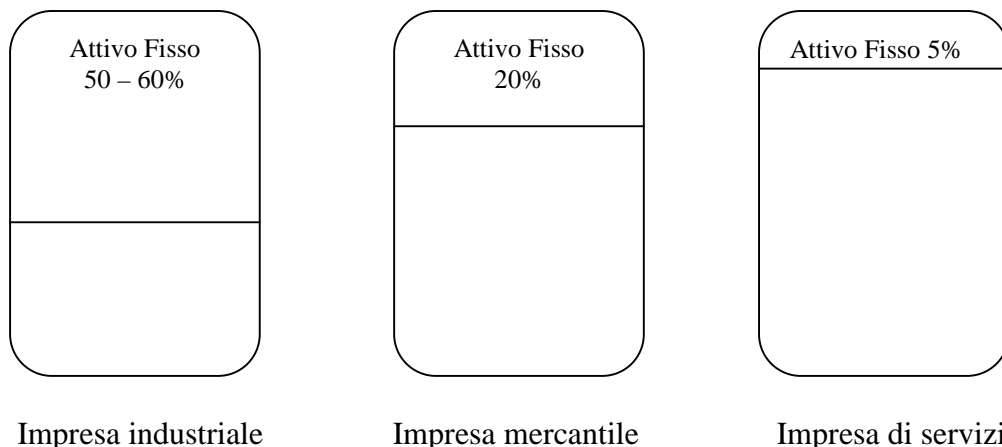
N.B. si ricorda che:

- ☺ le liquidità immediate sono immediatamente convertibili in qualunque impiego;
- ☺ le liquidità differite devono attendere la scadenza dopo la quale saranno impiegabili altrimenti;
- ☺ le disponibilità devono attendere il loro impiego nel ciclo operativo;
- ☺ l'attivo fisso è costituito da attività che, per essere smobilizzate (cioè diventare denaro per essere impiegate in altre attività) necessitano di parecchio tempo: generalmente si tratta di un processo pluriennale.

Questo indice fornisce un primo segnale circa la capacità dell'azienda di adeguarsi ai mutamenti ambientali. Sarebbe opportuno considerare anche le immobilizzazioni in affitto ai fini della corretta composizione dell'indice e dell'appropriato giudizio relativo al grado di rigidità aziendale.

L'attivo fisso genera costi fissi (ammortamenti): maggiore è la struttura produttiva, maggiori sono i costi fissi, minore è la capacità dell'azienda di comprimere i costi: essa infatti è costretta ad agire sui soli costi variabili, a loro volta incomprimibili oltre un determinato limite.

Il grado di rigidità dell'impresa deve essere considerato nel contesto del settore di appartenenza. I settori imprenditoriali presentano infatti una composizione peculiare del capitale investito in relazione al genere di attività svolta; ad esempio, la situazione di un'impresa industriale, che in genere presenta il 50% – 60% del capitale investito in immobilizzazioni, è sensibilmente diversa da quella di un'impresa mercantile, il cui attivo immobilizzato può essere al massimo il 20% - rappresentato sostanzialmente da magazzini, mezzi di trasporto, punti vendita (in genere in affitto) e piccoli impianti -, o da quella di un'azienda erogatrice di servizi, il cui attivo immobilizzato consta di una percentuale ancora più ridotta. Si sottolinea che non esiste una regola precisa che fissa il valore percentuale delle immobilizzazioni per ognuno dei settori imprenditoriali, in quanto ciascuna azienda, pur appartenendo ad uno di essi, presenta la propria peculiare struttura del patrimonio. Si rileva semplicemente che, nella media, la situazione si presenta come segue



Al fine di migliorare la *performance* di questo indice, che presenta evidenti correlazioni con la composizione delle attività fisse ed il margine di struttura, è possibile agire su diverse variabili, fra le quali si ricorda la pianificazione degli investimenti.

Indice di elasticità degli impieghi

$$\text{ELASTICITA' DEGLI IMPIEGHI} = \frac{\text{Attivo Circolante}}{\text{Capitale Investito}}$$

Questo indice ha esattamente la stessa valenza del precedente, rappresentandone il complementare.

L'analisi della composizione della fonti analizza la consistenza del Capitale Netto rispetto alle passività totali e pone in rilievo la misura del ricorso al capitale di terzi.

Indice di patrimonializzazione

L'indice in oggetto è noto anche come quoziente di indipendenza finanziaria ed è costituito dal rapporto:

$$\text{INDICE DI PATRIMONIALIZZAZIONE} = \frac{\text{Capitale Netto}}{\text{Capitale di Finanziamento}}$$

L'intervallo di oscillazione del valore dell'indice in discorso presenta come limiti 0 e 1.

Un valore basso di questo indice evidenzia una situazione di sottocapitalizzazione dell'azienda: la massiccia presenza di debiti genera oneri finanziari, ovvero costi fissi che incidono in maniera negativa sulla struttura dei costi.

Nella pratico sono stati individuati tre sotto intervalli di oscillazione, ai quali si attribuiscono le seguenti interpretazioni:

- 0 – 0,33 disequilibrio patologico della struttura finanziaria

0,34 – 0,55 equilibrio
0,56 – 1 equilibrio in grado di consentire l'espansione

Leverage

Il leverage consiste nel rapporto fra capitale di credito e capitale proprio: per tale ragione è denominato anche rapporto di indebitamento

$$\text{LEVERAGE} = \frac{\text{Capitale di Credito}}{\text{Capitale Proprio}}$$

La decisione di finanziare l'attività aziendale con capitale proprio o con capitale di terzi dipende anche dal valore di questo indice, che sarà analizzato dai finanziatori esterni al fine di stimare la misura della loro garanzia di restituzione del prestito.

N.B. Il tasso di remunerazione congrua pagato dall'azienda sul capitale di rischio consta di tre componenti: i_1 , i_2 , i_3 , dove i_2 è il compenso per il rischio. Ad un incremento del rischio corrisponde un maggiore tasso di interesse (nella sua componente i_2), volto a sopperire al decremento di garanzie nella restituzione del prestito. Quindi il leverage ed il tasso di interesse sono correlati positivamente: al crescere del rapporto di indebitamento, l'azienda diventa più rischiosa ed i finanziamenti più costosi in termini di oneri finanziari

Il leverage segnala, quindi, la rischiosità dell'impresa sotto il profilo finanziario e può essere inoltre utile per la scelta delle fonti di finanziamento. Un basso valore dell'indice evidenzia sia l'accessibilità per l'azienda a fonti di finanziamento esterne a costi non elevati che una filosofia aziendale basata su principi segnatamente conservatori; un alto valore dello stesso indica una traslazione del rischio d'impresa in capo ai creditori, riducendo la possibilità di ottenere ulteriori affidamenti da parte di terzi e un aggravio dei costi di quelli già in essere.

Si sottolinea tuttavia che la scelta delle fonti di finanziamento costituisce per l'impresa una problematica di difficile soluzione. In primo luogo, il proliferare di nuovi strumenti finanziari offerti dal mercato conduce all'impossibilità di fissare criteri universalmente validi per operare la scelta, dovendo quindi quest'ultima essere effettuata in relazione alla peculiare struttura aziendale ed alla contingenza esaminata; inoltre la scelta è spesso condizionata dalle disposizioni di carattere fiscale.

Indici e margini di struttura

La scelta delle fonti di finanziamento può essere compiuta fra capitale proprio e di terzi e, nell'ambito di questo, fra debiti a breve, medio e lungo termine. Il vaglio verte sulla creazione di un rapporto tra fonti di finanziamento ed impieghi che di tali fonti vengono effettuati. Tuttavia, solo in astratto è possibile correlare determinate classi di investimenti con determinate classi di finanziamenti.

In realtà, si può istituire una correlazione fra tempi di realizzo, ovvero il tempo necessario ad un investimento per trasformarsi in moneta. Il confronto ha luogo fra tempi di rientro o di ritorno (monetizzazione di investimenti e finanziamenti). La tendenza sarà finanziare gli investimenti in immobilizzazioni con finanziamenti a medio/lungo termine e, specularmente, l'attivo circolante con debiti a breve termine. In tal modo si correlano fonti ed impieghi aventi scadenza simile, pagando i debiti a medio lungo termine con i ricavi generati dagli investimenti pluriennali ed evitando accuratamente il circolo vizioso che conduce a contrarre nuovi debiti per pagare quelli preesistenti.

L'interesse dell'analisi ricade sulla correlazione fra investimenti fissi e fonti di finanziamento: si costruiscono a tale scopo gli indici di struttura.

Capitale Netto

INDICE DI STRUTTURA PRIMARIO = -----

Attivo Fisso

Il valore dell'indice evidenzia il grado di copertura delle immobilizzazioni; dovrebbe essere molto prossimo all'unità, ma non superarla, altrimenti si verificherebbe l'ipotesi di finanziamento di un valore a breve termine (capitale circolante) con una fonte a lungo termine (capitale netto).

Pertanto l'indice in esame evidenzia quanta parte del capitale immobilizzato è finanziata con il solo ricorso al capitale proprio. Le variabili sulle quali è possibile agire per ottenere una migliore *performance* di questo indice, che presenta evidenti correlazioni con la struttura degli investimenti e delle fonti, sono, ad esempio, la ricapitalizzazione aziendale ed il reinvestimento degli utili.

Capitale Netto + Passivo Consolidato

INDICE DI STRUTTURA SECONDARIO = -----

Attivo Fisso

L'indice di struttura secondario è maggiormente rappresentativo della realtà rispetto al precedente, in quanto difficilmente l'azienda, con il solo capitale, è in grado di coprire tutte le immobilizzazioni.

L'importanza di questo indice risulta evidente: infatti se la somma del capitale netto e del passivo consolidato non copre interamente le immobilizzazioni, l'azienda potrebbe incorrere in qualche rischio di natura finanziaria e, di conseguenza, nel più grave dissesto economico.

Quindi l'indice di struttura secondario, soprattutto nelle imprese industriali, dovrebbe essere superiore all'unità e tale da coprire l'attivo fisso ed il magazzino permanente, ossia finanziare completamente le attività a medio/lungo termine.

I margini di struttura primario e secondario sono generati dal raffronto delle stesse grandezze interessate dagli indici omonimi, ma in questo frangente l'operatore funzionale è la differenza.

MARGINE DI STRUTTURA PRIMARIO = Capitale Netto – Attivo Fisso

MARGINE DI STRUTTURA SECONDARIO = Capitale Netto + Passivo Consolidato – Attivo Fisso

ANALISI DELLA STRUTTURA ECONOMICA

L'analisi economica esamina la redditività aziendale, cioè la capacità dell'azienda di effettuare la copertura dei costi e conseguire un congruo utile.

1) ROI (Return on Investments)

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}}$$

Il ROI evidenzia la misura del rendimento degli investimenti in termini di utile operativo (dato dalla differenza fra ricavi e costi inerenti la gestione caratteristica).

Il rapporto deve essere calcolato fra grandezze omogenee: sarà necessario depurare il capitale investito del valore delle immobilizzazioni che non rientrano nell'ambito della gestione caratteristica (capitale accessorio non strumentale all'attività precipua dell'azienda: immobili non strumentali partecipazioni, ecc.)

Totale investimenti

(capitali accessori)

(immobilizzazioni finanziarie)*

Capitale investito nell'area tipica

(*) le immobilizzazioni finanziarie vanno sottratte nella misura in cui non siano direttamente connesse all'attività caratteristica.

L'indice che considera l'intero capitale investito prende il nome di **ROA (Return on Asset)**; l'analista può scegliere alternativamente il ROI o il ROA, ma è obbligato a mantenere costante il criterio di scelta onde rendere confrontabile il valore dell'indice scelto nello spazio e nel tempo.

Il ROI non è influenzato dal grado di indebitamento dell'azienda, in quanto sul calcolo di questo indice non incide il risultato della gestione finanziaria; per giudicare la congruità del ROI è necessario confrontarlo con il costo medio del denaro (interessi sui capitali presi a prestito). Risulta conveniente indebitarsi per effettuare investimenti nell'azienda qualora il ROI risulta essere maggiore del tasso di interesse sul capitale di credito; non conviene invece effettuare gli investimenti in caso contrario.

I fattori che determinano il livello del ROI sono:

- la redditività lorda delle vendite (ROS);
- la velocità di rotazione del capitale investito (CTO).

a) ROS (Return on Sales)

$$\text{ROS} = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Vendite}}$$

Il ROS indica la redditività lorda delle vendite in termini di risultato operativo; in sostanza, il ROS segnala la capacità dell'impresa di ricavare profitto operativo dal fatturato, evidenziando quanto si ottiene in termini di risultato operativo per ogni 100 lire di prodotto fatturato. Ad esempio, un valore del ROS pari al 30% indica che su 100 lire di fatturato, 70 lire sono state assorbite dai costi operativi.

Il valore dell'indice in esame non è standardizzabile per aziende similari; tuttavia, si tenderà ad evitare che lo stesso risulti negativo. Si rivela comunque utile il confronto del ROS aziendale con quelli calcolati per le altre imprese che operano nel medesimo settore.

Le variazioni del ROS possono dipendere sia da oscillazioni dei costi, che incidono sul reddito operativo, sia dalla vendite.

Esempio: nel caso di una produzione abbastanza rigida, caratterizzata da alti costi fissi e bassi costi variabili, la riduzione delle vendite corrisponderà ad una contrazione dei costi variabili, rimanendo invariati quelli fissi: il calo delle vendite non genererà una speculare riduzione di costi operativi, incidendo quindi negativamente sul valore del ROS.

b) CTO (Capital Turn Over)

$$\text{CTO} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Capitale Investito}}$$

Il CTO indica la velocità di rotazione del capitale investito, ovvero il numero di volte in cui il capitale investito si rinnova. Maggiore è il valore dell'indice, più elevato è il grado di efficienza dell'impresa.

Dall'analisi di questo indice è possibile evidenziare un eventuale squilibrio fra la variazione delle vendite e quella del capitale investito. L'incremento della struttura (immobilizzazioni e scorte di magazzino) dovrebbe corrispondere ad un incremento delle vendite: se tale aumento

non si verifica, il valore dell'indice decresce, in quanto le vendite non registrano un incremento percentuale pari a quello degli investimenti.

Il CTO, quindi, segnala l'equilibrio esistente fra struttura produttiva ed andamento delle vendite

2) ROE (Return on Equity)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Capitale Proprio}}$$

Il ROE rappresenta il rendimento fornito dal capitale proprio un termini di utile netto. Gli stakeholders, ed in particolare gli azionisti, si avvalgono di questo indice per calcolare in quale misura il proprio investimento (capitale proprio) si è trasformato in utile.

Il ROE rappresenta una misura "grossolana" della redditività, in quanto non tiene in adeguata considerazione le componenti di reddito che hanno condotto alla determinazione del risultato di gestione e l'influenza che queste hanno esercitato sul segno di tale risultato. Può accadere infatti che l'utile d'esercizio scaturisca dalla somma algebrica di un risultato operativo negativo e del saldo positivo scaturito dalle altre gestioni o, viceversa, la perdita d'esercizio potrebbe essere generata dalla notevole incidenza del fattore fiscale.

È possibile ovviare in parte all'inconveniente descritto scomponendo il ROE secondo lo **schema Dupont**.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}} \cdot \frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Capitale Proprio}} \cdot \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Reddito Operativo}}$$

RO

A) $\frac{\text{RO}}{\text{CI}} = \text{ROI}$ rappresenta la redditività in termini di profitto operativo sul capitale investito

B) $\frac{\text{CI}}{\text{CP}} = \frac{\text{CP} + \text{CC}}{\text{CP}} = 1 + \frac{\text{CC}}{\text{CP}} = 1 + \text{L}$ indica il livello di indebitamento

Il livello di indebitamento assume importanza per la sua influenza sugli oneri finanziari che, a loro volta, incidono sulla sezione di Conto Economico interessata dalla gestione finanziaria. Maggiore è il rapporto fra capitale investito e capitale proprio, maggiore è il leverage e, probabilmente, maggiori saranno gli interessi passivi, con conseguente decremento dell'utile.

Quindi, il valore del ROE dipende sia dal risultato della gestione operativa, sia dal risultato delle altre aree gestionali, con particolare riferimento a quella finanziaria.

RN

C) ----- segnala la parte di reddito operativo trasformatasi in utile netto

RO

Indica la capacità dell'azienda di sottrarsi sia agli influssi della gestione finanziaria, sia agli influssi delle altre gestioni (patrimoniale e straordinaria).

Il solo valore del ROE non è esplicativo della reali condizioni nelle quali l'azienda versa: è necessario analizzare tale indice scomposto nelle sue componenti per due ordini di motivi:

- l'incidenza fiscale è spesso molto alta;
- alcune componenti potrebbero essersi compensate.

Rapporti fra ROI , ROE e Leverage: la leva finanziaria

La scelta delle fonti di finanziamento, in sede di funzionamento aziendale, è influenzata dalla struttura finanziaria esistente ed interagisce con la struttura finanziaria e patrimoniale dell'impresa, nonché con quella economica.

A dimostrazione di quanto sopra, si considerino il rapporto fra Reddito Operativo e Capitale Investito (ROI) e quello fra Reddito Netto e Capitale Netto o Capitale Proprio (ROE) nelle seguenti espressioni:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}} = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale di Credito} + \text{Capitale Proprio}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Capitale Netto}}$$

Capitale Proprio

Si espliciti il valore del Reddito Operativo nella prima espressione e quello del Reddito Netto nella seconda

$$\mathbf{RO = ROI * CC + ROI * CP}$$

$$\mathbf{RN = ROE * CP}$$

Si consideri inoltre che il Reddito Operativo risulta essere pari alla somma fra Reddito Netto ed Oneri Finanziari, generati dagli interessi pagati sul Capitale di Credito.

$$\mathbf{RO = RN + OF = RN + CC * i}$$

Mediante lo svolgimento di alcuni semplici passaggi matematici³, si ottiene la seguente formula:

$$\mathbf{ROE = ROI + \frac{CC}{CP} (ROI - i)}$$

La relazione che lega il ROE con il ROI ed il Leverage prendi il nome di leva finanziaria, che esprime l'effetto moltiplicativo o amplificatorio determinato dalla scelta delle fonti di finanziamento. In particolare, tale effetto risulta positivo qualora il ROI sia maggiore del tasso di interesse del capitale preso a prestito, negativo nel caso contrario e nullo se $ROI = i$.

Si richiama l'attenzione sulla possibilità che il ROI sia uguale al ROE qualora l'impresa sia interamente finanziata con capitale proprio.

I due indici esaminati (ROI e ROE) scaturiscono dal rapporto fra grandezze desunte dal conto economico e grandezze contenute nello stato patrimoniale: si tratta quindi di rapporti fra grandezze flusso e grandezze stock; per queste ultime insorge il problema di scelta fra valori riferiti allo Stato Patrimoniale iniziale, finale o valori medi. La scelta condiziona il significato dell'indice e presenta pregi e difetti. La scelta di valori finali può risentire di investimenti effettuati alla fine dell'esercizio che non hanno ancora avuto riflessi economici e di contro, dismissioni avvenute al termine dell'esercizio che hanno generato impatti più o meno evidenti nel conto economico durante la permanenza dei cespiti dismessi. L'opzione per valori iniziali può non tener conto di investimenti effettuati nel corso dell'esercizio che hanno dato luogo a conseguenze di natura economica. In sede di analisi a consuntivo, diversi Autori (Coda, Brunetti) preferiscono considerare valori medi, ipotizzando che le eventuali variazioni si siano verificate a metà del periodo analizzato (ipotesi semplicistica, ma spesso efficace).

³ $ROI * CC + ROI * CP = RN + CC * i$
 $ROI * CC + ROI * CP = ROE * CP + CC * i$
 $ROI * CC - CC * i + ROI * CP = ROE * CP$
 $CC * (ROI - i) + ROI * CP = ROE * CP$
$$ROE = ROI + \frac{CC}{CP} (ROI - i)$$

ANALISI DELLA STRUTTURA FINANZIARIA

L'analisi della struttura finanziaria esamina l'attitudine dell'azienda a fronteggiare i fabbisogni finanziari, ovviamente senza compromettere l'andamento economico.

Una prima coppia di indici che si possono utilizzare rapporta un aggregato dell'attivo con uno del passivo.

1) **Indice di tesoreria primario**

$$\text{INDICE DI TESORERIA PRIMARIO} = \frac{\text{Liquidità Immediate}}{\text{Passività Correnti}}$$

Questo indice segnala la capacità dell'azienda di far fronte ai debiti correnti tramite la disponibilità di cassa (liquidità immediate). Il rapporto sarà presumibilmente di molto inferiore all'unità, in quanto le disponibilità di cassa non copriranno totalmente i debiti: sarebbe infatti inutile detenere grosse quantità di denaro liquido per estinguere debiti la cui scadenza non è immediata.

2) **Indice di tesoreria secondario**

$$\text{INDICE DI TESORERIA SECONDARIO} = \frac{\text{Liquidità Immediate} + \text{Liquidità Differite}}{\text{Passività Correnti}}$$

Questo indice evidenzia la capacità delle attività correnti di coprire le passività correnti, quindi, se il suo valore è molto prossimo all'unità, l'azienda è capace di pagare i debiti a breve termine tramite l'incasso di crediti a breve termine.

Poiché, nel corso dell'esercizio, la copertura dei debiti avverrà sia tramite le liquidità immediate (cassa e banca), sia tramite l'incasso dei crediti, sia tramite la vendita dei prodotti, sarà necessario ricorrere ad un terzo indice che considera tutte queste circostanze.

3) **Indice di disponibilità**

$$\text{INDICE DI DISPONIBILITA'} = \frac{\text{Attività Correnti}}{\text{Passività Correnti}}$$

Questo terzo indice deve essere sempre superiore all'unità, in considerazione dell'esistenza di una parte di magazzino immobilizzata (scorta permanente) la cui entità è di difficile individuazione.

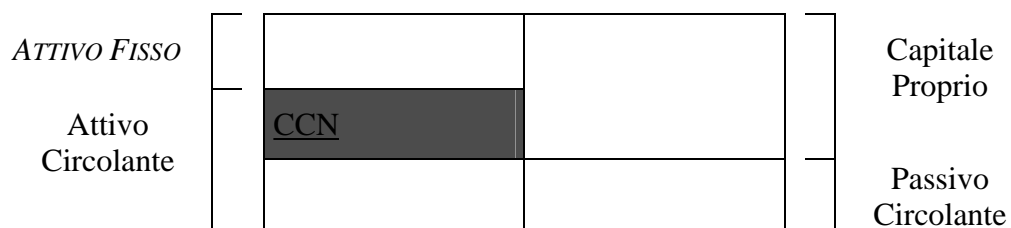
I tre indici descritti sono indicatori di solvibilità: segnalano la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni assunti.

Capitale Circolante Netto

Capitale Circolante Netto = Attivo Corrente – Passivo Corrente

Generalmente, il CCN è dato dalla differenza fra l'attivo corrente della gestione caratteristica (scorte di magazzino + crediti verso clienti) e il passivo corrente afferente alla stessa area (debiti verso fornitori), escludendo ratei, risconti, ecc.

Graficamente, il CCN è rappresentato dall'area evidenziata



Indici di rotazione o di giacenza media

Il complemento logico all'analisi della solvibilità aziendale e l'analisi della durata del ciclo di cassa, determinato dalla somma algebrica dei valori relativi agli indici di rotazione (o di giacenza media) dei crediti, dei debiti e delle scorte.

1) Indice di giacenza media dei crediti

$$\begin{array}{r} \text{Giacenza} \\ \text{media dei} \\ \text{CREDITI} \end{array} = \frac{\text{Consistenza media dei crediti}}{\text{Fatturato}} \cdot 365 = \frac{\text{Cred.}_{\text{Iniz.}} + \text{Cred.}_{\text{Fin}}}{2} \cdot 365$$

In questo modo si ottiene il numero esatto dei giorni in cui, mediamente, i crediti stazionano nell'azienda prima di diventare moneta: la giacenza media dei crediti deve essere posta a confronto con quella dei debiti al fine di controllare la possibilità di autofinanziare il pagamento dei debiti stessi.

2) Indice di giacenza media dei debiti

$$\begin{array}{r} \text{Giacenza} \\ \text{media dei} \\ \text{DEBITI} \end{array} = \frac{\text{Consistenza media dei debiti}}{\text{Acquisti}} \cdot 365 = \frac{\text{Debiti.}_{\text{Iniz.}} + \text{Debiti.}_{\text{Fin}}}{2} \cdot 365$$

Si verifica una situazione ottimale quando i debiti stazionano nell'azienda per un periodo superiore a quello dei crediti.

3) Indice di giacenza media delle scorte

$$\begin{array}{r} \text{Giacenza} \\ \text{media delle} \\ \text{SCORTE} \end{array} = \frac{\text{Consistenza media delle scorte}}{\text{Fatturato}} \cdot 365 = \frac{\text{Mag.}_{\text{Iniz.}} + \text{Mag.}_{\text{Fin}}}{2} \cdot 365$$

Alcuni autori pongono al denominatore di questo indice il costo del venduto, mentre altri il fatturato.

La giacenza media delle scorte rileva nella misura in cui i prodotti finiti in magazzino, una volta venduti, generano altri crediti.

L'indice evidenzia i giorni necessari ad accumulare le materie, trasformarle in prodotti finiti ed a venderli sul mercato.

Dalla somma algebrica degli indici illustrati si ottiene la durata del ciclo di cassa, che fornisce un valore sintetico del tempo intercorso fra l'acquisto delle materie prime - attimo in cui si contrae il primo debito - e la vendita dell'ultimo prodotto.

$$\text{Ciclo di cassa (o monetario)} = \frac{\text{Giacenza media dei CREDITI}}{\text{Giacenza media dei DEBITI}} + \frac{\text{Giacenza media delle SCORTE}}{\text{Giacenza media dei DEBITI}}$$

Il Ciclo di cassa è un indicatore della potenza finanziaria dell'azienda. Minore è la durata del Ciclo di cassa, maggiore è la capacità dell'azienda di reinvestire i flussi monetari.

L'impresa, a parità di altre condizioni, tende a ridurre l'indice di giacenza media delle scorte e quello dei crediti per aumentare l'indice di giacenza media dei debiti.

LIMITI DELL'ANALISI PER INDICI

IMPATTO DELL'INFLAZIONE

Anteriormente alla fase di elaborazione degli indici sopra illustrati, sarebbe auspicabile deflazionare le poste di bilancio al fine di considerare gli effetti relativi alla variazione nel livello dei prezzi, effetti che influenzano la misura della *performance* aziendale.

L'utilizzo di indici percentuali, attenuando l'effetto dell'inflazione, presentano una maggiore idoneità ad essere utilizzati nell'ambito di confronti intertemporali; qualora l'analista ricorra, nell'ambito del proprio lavoro, all'utilizzo dei margini, i componenti degli stessi devono essere preventivamente deflazionati (ovvero rapportati all'indice dei prezzi dell'anno in analisi).

VARIAZIONE NEI CRITERI DI VALUTAZIONE

Qualora nel periodo amministrativo considerato siano variati i criteri di valutazione di alcune poste di bilancio, gli indici calcolati nel suddetto esercizio e quelli determinati in esercizi precedenti non sono confrontabili.

IMPATTO DELL'AMBIENTE ESTERNO

L'ambiente esterno in cui opera l'impresa rappresenta un'importante variabile che merita di essere tenuta in adeguata considerazione quando si formulano delle conclusioni circa la *performance* aziendale.

L'analista deve:

- 1) delineare le condizioni economiche generali e l'influenza che esse esercitano sull'azienda oggetto d'esame e sul comparto aziendale nel quale la stessa è inserita;
- 2) esaminare i meccanismi peculiari del comportamento industriale ed il *modus operandi* dell'impresa oggetto di studio nell'ambito della struttura competitiva del proprio settore;
- 3) eseguire l'analisi per indici e correlarne i risultati a quanto detto circa l'inflazione e la variazione nei criteri di valutazione.

Le informazioni raccolte mediante l'attività descritta nei punti 1) e 2) possono rappresentare un ausilio prezioso per formulare conclusioni - derivanti dall'analisi di bilancio - dotate di un elevato livello di precisione e dipendenti dall'ipotesi fondamentale secondo la quale l'azienda non opera nel vuoto: in un ambito industriale relativamente piccolo, il successo di un'impresa può avere il suo speculare nella scadente *performance* di un'altra.