

3.

L'ANALISI DI BILANCIO PER INDICI

- 3. L'analisi di bilancio per indici
 - 3.1. Le finalità
 - 3.2. L'oggetto d'analisi
 - 3.3. I soggetti
 - 3.4. Le fasi
 - 3.4.1. Prima fase: il reperimento e la verifica dell'attendibilità dei dati di bilancio
 - 3.4.2. Seconda fase: la riclassificazione dei prospetti contabili
 - 3.4.2.1. La riclassificazione dello stato patrimoniale
 - 3.4.2.2. La riclassificazione del conto economico
 - 3.4.3. Il calcolo degli indicatori
 - 3.4.3.1. Gli indici di composizione
 - 3.4.3.2. Gli indici di correlazione
 - 3.4.3.3. Gli indici di redditività
 - 3.4.4. L'interpretazione dei risultati

1.1. Le finalità

Con l'espressione "analisi di bilancio per indici" si identifica una tecnica di indagine che, attraverso la rielaborazione e lo studio critico dei valori e delle informazioni di bilancio, si prefigge di:

- comprendere la dinamica della gestione trascorsa, esaminata nella sua interezza o in alcuni suoi aspetti;
- esprimere un giudizio fondato in merito allo stato di salute dell'unità produttiva analizzata;
- formulare stime il più possibile fondate circa la presumibile evoluzione futura della dinamica aziendale.

Tale tecnica presuppone un processo di revisione e risistemazione delle informazioni di sintesi annuale (bilancio d'esercizio). Tale procedura si rende necessaria proprio per superare taluni limiti congeniti alla documentazione che costituisce il bilancio d'esercizio, per lo più ricollegabili alla rigidità nella forma espositiva e all'orientamento al passato dell'informativa contabile.

Per poter formulare un fondato giudizio in merito allo stato di salute delle aziende, l'analista dovrà procedere ad un raffronto delle informazioni acquisite con valori storici o di altre aziende. Nel primo caso si svilupperà una *comparazione temporale*, nel secondo invece una *comparazione* di tipo *spaziale*.

Più in dettaglio, nella *comparazione temporale* il diagnosta esamina e raffronta le informazioni acquisite da bilanci di diversi periodi storici, sequenziali o non, riferiti alla medesima azienda. Il fine di tale tipologia di analisi è di palmare evidenza: attraverso un raffronto temporale, difatti, è possibile formulare un giudizio in merito all'evoluzione nel tempo dello stato di salute di un'unità produttiva. In tal modo si potrà comprendere se le condizioni di operatività dell'azienda sono migliorate o peggiorate rispetto alla situazione pregressa.

L'analisi delle serie storiche dei prospetti di rendicontazione, inoltre, riveste un ruolo di assoluto rilievo per le indagini prospettiche. Invero, attraverso l'osservazione e l'esame critico del trend di alcuni indicatori contabili è possibile formulare, con ragionevole fondamento, ipotesi circa l'evoluzione futura dello status di operatività della combinazione economica.

La *comparazione nello spazio*, invece, prevede che il diagnosta analizzi le informazioni dei bilanci di aziende diverse ma riferiti al medesimo momento temporale. Questo tipo di indagine, quindi, permette di apprezzare il livello della performance aziendale, valutata in relazione agli andamenti di altre unità produttive. In tal caso, il giudizio non verrà espresso in termini di "miglioramento" o "peggioramento" delle condizioni di vitalità, come avviene nelle analisi di carattere temporale, bensì come prestazione "migliore" o "peggiore" rispetto alle altre aziende esaminate.

Il raffronto spaziale può essere realizzato comparando i valori dell'unità produttiva oggetto di indagine con gli indici di aziende concorrenti o espressivi della media del settore di appartenenza. Tuttavia, quest'ultimo processo di analisi risulta particolarmente complesso sotto il profilo operativo. E ciò per due ordini di motivi. Innanzitutto, per la difficoltà di disporre di dati di settore sempre aggiornati. In secondo luogo, per la necessità di effettuare delle verifiche volte ad appurare l'omogeneità degli approcci metodologici adottati per il calcolo degli indicatori del settore

e dell'azienda indagata. È palese che solo il confronto di indicatori omogenei può portare alla formulazione di riflessioni corrette relativamente al posizionamento dell'azienda nel settore di riferimento.

1.2. L'oggetto d'analisi

Il bilancio di esercizio rappresenta il fondamentale documento informativo sulla dinamica aziendale ed ha rilevanza soprattutto ai fini esterni. Gli stakeholders (soci/azionisti, finanziatori, dipendenti, istituzioni pubbliche, management, ecc.) possono prendere consapevolezza dell'andamento della gestione della combinazione produttiva sotto il profilo economico e patrimonial-finanziario proprio attraverso l'esame critico dei prospetti che lo compongono (art. 2423 del C.C.), vale a dire:

- stato patrimoniale;
- conto economico;
- nota integrativa.

A tale documentazione obbligatoria, poi, si deve aggiungere quella di corredo, primariamente rappresentata dalla relazione sulla gestione.

Lo *stato patrimoniale* rappresenta in modo sintetico la composizione quantitativa e qualitativa del patrimonio aziendale alla data di chiusura del periodo amministrativo. La struttura ed i contenuti di tale documento sono disciplinati all'art. 2424 del Codice Civile (Fig. 3.1).

Fig. 3.1. – Schema di stato patrimoniale 2424 C.C

STATO PATRIMONIALE AL 31/12/XXXX	
<p>A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (con separata indicazione della parte già richiamata)</p> <p>B) Immobilizzazioni I) Immateriali II) Materiali III) Finanziarie</p> <p>C) Attivo circolante I) Rimanenze di magazzino II) Crediti III) Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni IV) Disponibilità liquide</p> <p>D) Ratei e Risconti</p>	<p>A) Patrimonio netto I) Capitale di dotazione II) Riserve di rivalutazione M) Fondo riserva VI) Riserve statutarie o regolamentari VII) Altre riserve, distintamente indicate VIII) Utile (perdite) portati a nuovo IX) Utile (perdita) dell'esercizio</p> <p>B) Fondi per rischi e oneri</p> <p>C) Trattamento di fine rapporto lavoro subordinato</p> <p>D) Debiti</p> <p>E) Ratei e risconti</p>

Per ciò che concerne l'articolazione dello schema di stato patrimoniale, la norma civilistica impone una struttura rigida a sezioni divise e contrapposte.

In particolare, nella sezione di sinistra sono elencati gli elementi che costituiscono l'attivo patrimoniale; viceversa, nella sezione diametralmente opposta (destra) sono enumerate le passività aziendali.

La classificazione dell'attivo, pur con qualche eccezione, segue – secondo il linguaggio derivato dall'analisi di bilancio – il criterio della liquidità crescente: in tale sezione, difatti, le poste contabili sono elencate in relazione alla rispettiva propensione a convertirsi, più o meno rapidamente, in denaro. In base a tale principio, infatti, sono individuabili due macroclassi: l'attivo immobilizzato e l'attivo circolante.

L'attivo immobilizzato è dislocato nella parte alta della struttura di questa sezione: in tale aggregato, difatti, sono elencate le voci contabili che sono convertibili in denaro in un arco di tempo medio-lungo.

Le attività circolanti, al contrario, sono posizionate nella parte bassa della sezione poiché destinate a monetizzarsi nel breve termine.

Convenzionalmente, il confine tra il breve ed il medio/lungo periodo coincide con lo scadere dei dodici mesi.

Per cui, nell'attivo circolante saranno indicati i valori contabili che ritorneranno in forma liquida entro l'anno, mentre tra le immobilizzazioni andranno classificate gli investimenti destinati a rientrare in forma monetaria oltre i dodici mesi.

Nell'ambito delle stesse macroclassi, tuttavia, è possibile individuare le prime eccezioni al criterio della liquidità crescente.

Ne sono un chiaro esempio i crediti commerciali che, indipendentemente dalla scadenza (a breve termine o a medio-lungo termine), devono essere comunque posizionati nell'attivo circolante. Ragionamento analogo ma del tutto opposto, invece, è seguito per i crediti di natura finanziaria: tale voce contabile, difatti, dovrà essere sempre indicata tra le immobilizzazioni.

L'esistenza delle macroclassi A e D rappresentano delle eccezioni al criterio generale ancor più evidenti.

La prima (macroclasse A) accoglie i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti vale a dire le quote sottoscritte di capitale sociale, in fase di costituzione o di successivo aumento, per le quali non è stato ancora effettuato il conferimento. Pur essendo un credito, questa macroclasse è collocata nella parte più alta della sezione, prima ancora delle immobilizzazioni. Il posizionamento non è casuale: i crediti verso soci, difatti, rappresentando la parte di capitale sociale non ancora versato, vengono in tal modo contrapposti direttamente al patrimonio netto che compare nella macroclasse A della sezione del passivo. Poiché nelle società di capitali, il patrimonio netto rappresenta l'unica forma di garanzia per i creditori, è interessante comprenderne in via immediata (attraverso un confronto diretto) la consistenza in un dato momento.

Nella macroclasse D, invece, sono indicati i ratei e i risconti attivi.

I primi rappresentano il credito relativo alla parte di un ricavo infrannuale di competenza dell'esercizio in corso ma con scadenza (quindi incassabile) nell'esercizio successivo. I risconti attivi, al contrario, rappresentano quote di costi per servizi infrannuali in corso di fruizione per i quali la manifestazione numeraria è avvenuta anticipatamente ma che, in parte, sono di competenza dell'esercizio successivo.

In altri termini, i ratei attivi rappresentano dei "crediti sostanziali" per servizi erogati ma non ancora incassati, mentre i risconti attivi nella loro sostanza sono identificabili come delle "rimanenze di servizio", ossia prestazioni già pagate ma non ancora utilizzate per la produzione.

Tali voci sono riportate in calce alla sezione attiva dello schema di stato patrimoniale: è palese, tuttavia, che tali voci presentino una propensione al ritorno in forma liquida di molto inferiore alle disponibilità monetarie a loro volta posizionate nella macroclasse C.

Per ciò che concerne il passivo, la classificazione avviene principalmente in base alla natura delle fonti di finanziamento, cioè distinguendo tra i mezzi propri e i mezzi di terzi.

Il legislatore civilistico ha indicato come primo aggregato del passivo il patrimonio netto, vale a dire il capitale conferito dai soci o autoprodotta dall'azienda, e a seguire le macroclassi che più vi si avvicinano.

In dettaglio, il secondo aggregato di questa sezione è dedicato ai fondi rischi ed oneri. Tali voci non rappresentano dei veri e propri debiti ma delle passività potenziali o delle "riserve di ricavi" poiché vengono accantonate prima della determinazione dell'utile e non in sede di distribuzione dello stesso. In quanto tali, lo si comprende agevolmente, sono molto simili alla classe del patrimonio netto.

A seguire è indicato il debito dell'azienda verso i propri dipendenti per il trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato (T.F.R.). Tale posizione debitoria, secondo la normativa civilistica,

rappresenta una macroclasse autonoma poiché – tranne per alcuni casi – non ha una scadenza predeterminata e, conseguentemente, certa.

Nella classe D, invece, sono indicati tutti i debiti che la combinazione economica ha assunto nei confronti di soggetti terzi: fornitori, istituti di credito, obbligazionisti, Erario, Istituti previdenziali, ecc..

Da ultimo, come nella sezione dell'attivo, si ritrova la macroclasse dei ratei e dei risconti passivi. In questo caso, i ratei passivi sono definibili come dei "debiti sostanziali" poiché misurano il debito relativo alla parte di un costo infrannuale di competenza dell'esercizio in corso ma con regolamento monetario previsto nell'esercizio successivo. I risconti passivi, invece, rappresentano sostanzialmente dei "debiti di fare": essi difatti misurano delle quote di ricavi per servizi infrannuali in corso di erogazione per i quali la manifestazione numeraria è avvenuta anticipatamente ma che, in parte, sono di competenza dell'esercizio successivo. Entrambe le poste di bilancio, evidentemente, rappresentano delle posizioni debitorie verso soggetti estranei alla compagine aziendale.

Nel passivo dello stato patrimoniale, quindi, il criterio finanziario è quasi completamente abbandonato, fatta eccezione per alcune voci, come per i debiti, per le quali viene richiesta la separata indicazione degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo.

Lo schema di *conto economico* (Fig. 3.2.) si propone di evidenziare il reddito d'esercizio ed il suo percorso formativo, debitamente articolato in tappe principali. A tal fine, il legislatore civilistico, a partire dagli anni '90, ha introdotto uno schema scalare (elenco di voci) con evidenziazione di alcuni rilevanti risultati parziali. Tale forma espositiva mostra i redditi conseguiti dalle diverse aree in cui è possibile articolare la gestione aziendale. In tal modo, è possibile interpretare al meglio la composizione del reddito d'esercizio (derivante dalla somma algebrica dei risultati di ogni area gestionale) valutando le componenti che hanno contribuito alla sua formazione.

La struttura del conto economico, vale a dire il criterio in relazione al quale le diverse voci reddituali sono classificate, è a costi e ricavi della produzione ottenuta (o a costi e ricavi integrali) poiché prende in esame la produzione complessivamente considerata: vendita e non.

A livello contenutistico, lo schema civilistico mette in rilievo tre diverse aree:

- *operativa*: rappresentata dalle macroclassi A e B;
- *finanziaria*: rappresentate dalle macroclassi C e D;
- *straordinaria*: rappresentata dalla macroclasse E. In proposito è opportuno precisare che l'aggettivo "straordinario" si riferisce a proventi ed oneri estranei all'attività di gestione ordinaria e non all'eccezionalità dell'evento.
- Come precisato, la forma scalare permette di evidenziare alcuni importanti risultati intermedi: la differenza A-B e il risultato prima delle imposte.
- Il primo (differenza A-B) misura l'esito dell'area operativa, dato dalla differenza tra il valore della produzione ottenuta (A) e i costi sostenuti per realizzarla (B). Tale valore non deve essere confuso con il reddito operativo: si tratta, difatti, di un risultato spurio poiché non ricomprende solo l'esito della gestione ordinaria (o caratteristica) ma anche quello della gestione accessoria (o extracaratteristica).
- Il secondo risultato parziale (risultato ante imposte), infine, è ottenuto dalla somma algebrica dei profitti e delle perdite prodotti dalle tre aree di cui il prospetto fornisce evidenza. Si tratta di un risultato intermedio di fondamentale importanza per l'analisi e l'interpretazione del prospetto di conto economico in quanto non condizionato dal carico fiscale. Ciò, chiaramente, ne agevola il raffronto in contesti spaziali e temporali caratterizzati da regimi fiscali differenti.

Fig. 3.2. – Schema di conto economico art. 2425 C.C.

CONTO ECONOMICO DELL'ESERCIZIO XXXX
A) VALORE DELLA PRODUZIONE
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni
2) Variazione rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti
3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni
5) Altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio
B) COSTI DELLA PRODUZIONE
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci
7) Per servizi
8) Per godimento beni di terzi
9) Per il personale
10) Ammortamenti e svalutazioni
11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci
12) Accantonamenti per rischi
13) Altri accantonamenti
14) Oneri diversi di gestione
DIFFERENZA A-B
C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE
E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B±C±D±E)
2) Imposte sul reddito d'esercizio
RISULTATO DELL'ESERCIZIO

La *nota integrativa* è il terzo documento del bilancio d'esercizio e fornisce un supporto di natura descrittivo-qualitativa per la compiuta comprensione dei valori esposti nello stato patrimoniale e nel conto economico. Si desume, pertanto, che tale prospetto adempie principalmente ad una funzione descrittivo-esplicativa dei contenuti dei documenti quantitativi.

Senza entrare nel dettaglio, la nota integrativa si propone principalmente di:

- spiegare i criteri di valutazione adottati per la valutazione delle poste di contabili;
- dettagliare il contenuto di alcune voci di conto economico e di stato patrimoniale;
- dimostrare le variazioni quantitative intervenute in specifiche poste patrimonial-finanziarie e reddituali;
- fornire tutte le informazioni aggiuntive, rispetto a quelle contenute nei documenti quantitativi, ritenute utili per favorire la chiarezza e l'attendibilità del bilancio;
- giustificare la deroga ai principi di redazione dei prospetti di sintesi.

La *relazione sulla gestione*, infine, è un documento di corredo al bilancio d'esercizio. Il prospetto permette di desumere l'andamento passato (*connotati consuntivi*) e la presumibile evoluzione futura (*connotati preventivi*) della gestione aziendale nonché le particolari politiche seguite dal management dell'unità produttiva. Solo una lettura parallela della relazione sulla gestione e dei documenti costitutivi del bilancio d'esercizio (stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa), invero, consente la piena comprensione della dinamica aziendale.

3.3. I soggetti

In merito ai soggetti dell'analisi di bilancio per indici si ritiene opportuno distinguere tra destinatari ed attuatori dell'indagine. Naturalmente, può accadere che le due figure coincidano, per cui i fautori dello studio sono anche i fruitori dei risultati ottenuti. In genere tuttavia, destinatari ed attuatori sono figure distinte.

Rispetto ai primi (destinatari), lo strumento può essere utile per tutti i soggetti variamente interessati alla performance dell'unità produttiva oggetto d'esame. Si tratta in prevalenza di soggetti che intrattengono rapporti di natura economica con l'azienda e che pertanto manifestano una certa attenzione a che i propri interessi vengano costantemente tutelati. Peraltro, anche operatori di

mercato non economicamente avvinti alla combinazione produttiva possono necessitare di informazioni sulle performance passate o stimate per il futuro: ne consegue che anche questa categoria di soggetto può trarre beneficio dall'analisi di bilancio.

Tra i principali fruitori delle risultanze dell'indagine è importante ricordare: i soci, i finanziatori esterni, i fornitori, i clienti, i dipendenti, i concorrenti, i sindacati, il revisore contabile, i consulenti (fiscali o aziendalisti), l'ispettore fiscale, le società di rating, la pubblica amministrazione, e così via.

Naturalmente, tra i destinatari delle analisi non si devono ricomprendere solo i soggetti che in un dato momento sono interessati alle vicissitudini aziendali ma anche tutti coloro che potenzialmente potrebbero esserlo in futuro.

Relativamente agli attuatori, invece, il processo di analisi può essere condotto da soggetti sia interni che esterni alla combinazione economica. Questa distinzione non è solo di carattere formale ma, al contrario, ha delle implicazioni operative di notevole interesse.

Le analisi interne sono generalmente compiute da soggetti che operano nell'ambito della compagine aziendale.

Ad evidenza, questa categoria di analisti, per la particolare posizione rivestita, gode dei benefici derivanti dalla possibilità di esaminare tutti i dati scaturenti dai sistemi informativi aziendali: ufficiali e non. Per tale ragione, gli analisti aziendali possono condurre studi approfonditi, rigorosi e, soprattutto, fondati. L'attendibilità delle indagini interne dipende proprio dalla possibilità di tali soggetti di conoscere in che misura i dati provenienti dai bilanci d'esercizio siano affidabili.

Le indagini esterne, viceversa, sono condotte da soggetti estranei alla vicenda aziendale. Gli operatori economici esterni interessati alla dinamica di una combinazione economica, come è ben noto, sono molteplici e tra loro profondamente diversi. Ne sono i più chiari esempi: i finanziatori e i fornitori, *in primis*; ma anche i clienti, i concorrenti, le amministrazioni pubbliche, gli istituti di credito, le società di rating ed altri ancora. Nella formulazione delle proprie valutazioni, questi analisti si trovano ad esaminare prevalentemente la documentazione ufficiale, in genere senza la possibilità di disporre di ulteriori informazioni che permettano un'analisi più dettagliata ed approfondita sulle performances della gestione aziendale.

Ne consegue che le indagini esterne, per la limitata disponibilità di fonti informative, risultano più ardue di quelle interne. La complessità dipende non solo dalla scarsità degli input da sottoporre a rielaborazione ed interpretazione ma anche e, più frequentemente, dal grado di inattendibilità dei dati ufficiali. Le aziende, invero, non di rado tendono a celare eventuali stati di antieconomicità attraverso l'attuazione di politiche di bilancio. Queste, come è ben noto, generano un occultamento formale delle difficoltà aziendali che, di fatto, non risultano più percepibili se non attraverso .

L'efficacia dell'analisi di bilancio, indipendentemente dalla posizione rivestita dal diagnosta, trova ostacolo in limiti di natura sia oggettiva che soggettiva.

I primi (limiti oggettivi) sono diretta conseguenza dell'inadeguatezza delle informazioni acquisite. La validità del sistema informativo dipende, in particolare, dal grado di selettività, attendibilità, coerenza ed accettabilità con cui lo stesso è capace di cogliere, organizzare e sintetizzare i dati relativi a tutte le componenti del sistema aziendale.

Ciò, tuttavia, non deve essere inteso come raggiungimento di un livello informativo ottimale: esso difatti non potrà mai essere raggiunto perché tale sistema, anche se supportato dai più raffinati strumenti di rilevazione, risulterebbe incapace di cogliere ed elaborare taluni fenomeni dalla manifestazione sfuggibile e, quindi, non percepibile.

I limiti soggettivi, invece, sono conseguenza delle inettitudini formative del soggetto che compie l'analisi. La formulazione di un giudizio sulle performance aziendali, difatti, è un processo tecnico ad elevato contenuto cognitivo che richiede all'analista doti intellettuali, competenze specifiche, intuito ed esperienza. Solo con delle solide basi economico-aziendali e con la consapevolezza delle proprie intuizioni l'analista può stimare correttamente le condizioni in cui

versa l'azienda esaminata e formulare un giudizio fondato circa il futuro evolversi dello stato di salute della stessa.

Ad evidenza, i limiti anzidetti influiscono negativamente sull'attendibilità dei risultati ottenuti dalle due tipologie di indagine.

Difatti, a nulla serve un sistema informativo efficace ed efficiente se poi l'analista, per via delle proprie carenze conoscitive o incompetenze professionali, non è in grado di elaborare a dovere i dati che vi scaturiscono. Allo stesso modo, anche in presenza di particolari abilità del diagnosta l'attendibilità della valutazione dello stato di funzionalità aziendale può essere compromessa se le informazioni elaborate sono quantitativamente limitate o qualitativamente scadenti.

3.4. Le fasi

Le analisi di bilancio possono essere svolte secondo modalità differenti in relazione alla diversa "sensibilità" dei soggetti attuatori. Ciò nonostante, nella prassi tali indagini sono condotte seguendo una procedura comune: ciò, evidentemente, rende possibile e facilita la comparabilità spazio-temporale dei valori ottenuti.

Sotto il profilo operativo, infatti, le analisi di bilancio per indici possono essere idealmente articolate in quattro fasi sequenziali:

- 1) reperimento e verifica dell'attendibilità della documentazione di bilancio;
- 2) riclassificazione dei prospetti di rendicontazione;
- 3) calcolo degli indicatori;
- 4) interpretazione dei risultati conseguiti.

Tali momenti saranno oggetto di approfondimento nel prosieguo della trattazione.

3.4.1. Prima fase: il reperimento e la verifica dell'attendibilità dei dati di bilancio

Nella prima fase della procedura di analisi, soprattutto se è condotta da soggetti esterni alla combinazione indagata, il diagnosta dovrà innanzitutto recuperare la documentazione necessaria per valutare l'azienda.

Qualora vi sia l'intenzione di sviluppare un'indagine di tipo temporale, in particolare, l'analista dovrà premurarsi di raccogliere i bilanci, più aggiornati possibili, relativi ad almeno gli ultimi tre periodi amministrativi. Tale lasso temporale difatti rappresenta un periodo ritenuto sufficientemente congruo per poter sviluppare considerazioni fondate in merito all'evoluzione delle condizioni di vitalità dell'azienda esaminata nel tempo e preconizzarne efficacemente gli andamenti futuri.

Nell'ipotesi di analisi spaziali, invece, oltre ai bilanci dell'unità produttiva che si intende esaminare dovranno essere raccolti i prospetti delle aziende concorrenti e/o gli indici di settore più recenti.

Una volta reperita la documentazione di bilancio, l'analista dovrà verificare il grado di attendibilità dei dati che si accinge ad esaminare.

Si tratta, ad evidenza, di appurare una *correttezza convenzionale* delle poste contabili ossia di accertare che tali schemi siano stati redatti nel rispetto delle norme civilistiche e di principi contabili.

In questa fase divengono determinanti, pertanto, le conoscenze intellettuali e le doti di esperienza e di intuito del soggetto che conduce l'analisi.

In buona sostanza, l'analista dovrà verificare se la documentazione di bilancio in possesso:

- rispecchi la realtà operativa dell'azienda;
- sia stata redatta seguendo con costanza i principi di valutazione e di redazione;
- evidenzii correttamente il risultato della gestione ordinaria;
- rappresenti il quadro di una società indipendente;

- non sia inficiata da particolari politiche di bilancio;
- non sia distorto dal fenomeno dell'inflazione.

Tuttavia, assai di frequente è proprio l'analisi di bilancio a porre in evidenza eventuali anomalie nelle procedure di redazione o nei contenuti dei prospetti di rendicontazione, difficilmente percepibili attraverso la mera lettura degli schemi civilistici. Per tale ragione, il processo di verifica del grado di attendibilità della documentazione contabile assume un ruolo di primaria importanza nelle analisi di bilancio.

3.4.2. Seconda fase: la riclassificazione dei prospetti contabili

Con il termine "riclassificazione" si identifica una procedura volta a rielaborare i dati del bilancio civilistico allo scopo di ottenere grandezze utili ai fini della corretta valutazione dello stato di salute delle aziende.

Tale processo di risistemazione si rende necessario perché i prospetti di rendicontazione ufficiali perseguono finalità che non coincidono con le esigenze informative degli analisti finanziari. Invero, il legislatore, nel definire la struttura formale degli schemi di bilancio, ha dovuto soppesare e dare voce a numerose ed eterogenee necessità conoscitive manifestate da altrettanto differenti categorie di stakeholders. L'architettura della documentazione ufficiale, di conseguenza, essendo frutto di tale processo di mediazione, non fornisce informazioni specifiche e mirate per lo sviluppo di un'indagine finalizzata alla valutazione delle condizioni di operatività dell'azienda.

Per far fronte al problema della generalizzazione delle informazioni, pertanto, le voci dello stato patrimoniale e del conto economico civilistico devono essere ricollocate secondo logiche coerenti con le finalità dell'analisi. Attraverso opportuni ricalcoli, difatti, si ottengono gli aggregati più idonei per il calcolo degli indicatori economici e patrimonial-finanziari.

Sebbene possa sembrare un processo del tutto automatico, la riclassificazione dei prospetti di bilancio richiede in realtà un importante sforzo intellettuale da parte dell'analista. Il riposizionamento di alcune voci contabili nel nuovo schema riclassificato, difatti, può non essere agevole ed immediato: in queste circostanze il diagnosta, dopo aver effettuato gli opportuni approfondimenti, dovrà assumere delle scelte, spesso difficili, affinché la rielaborazione dei dati risponda alle proprie esigenze cognitive.

Si comprende agevolmente, quindi, come il processo di riclassificazione, pur essendo solo propedeutico alle successive fasi di calcolo ed interpretazione degli indicatori, rappresenti in realtà un momento assai delicato dell'intero percorso di analisi.

Le modalità e il grado di attenzione riposte in questa fase, perciò, sono in grado di condizionare più o meno positivamente i risultati dell'analisi.

Una rielaborazione automatica delle poste contabili, ad esempio, porterebbe ad uno schema riclassificato in modo sommario dal cui esame si otterrebbero solo giudizi approssimativi, se non addirittura falsati, in merito allo status dell'azienda indagata. È sufficiente ricordare che gli indicatori, dalla lettura si desume il livello di performance aziendale, sono ottenuti proprio relazionando gli aggregati dei prospetti di bilancio rielaborati.

3.4.2.1. La riclassificazione dello stato patrimoniale

Il prospetto di stato patrimoniale può essere riclassificato adottando approcci diversi a seconda della tipologia di azienda che si intende esaminare e delle particolari informazioni che si desiderano acquisire.

Tuttavia, generalmente gli analisti si avvalgono del *criterio finanziario*.

Più precisamente, seguendo tale metodo le attività vengono riclassificate in relazione al grado di liquidità vale a dire al tempo necessario per la riconversione monetaria degli impieghi di capitale.

Per ciò che concerne le passività, invece, la riclassificazione avviene in base al grado di esigibilità ossia al tempo necessario per l'estinzione dei debiti.

Si desume facilmente, quindi, come il processo di rielaborazione si fondi esclusivamente sul fattore temporale: per le attività si osserva il tempo di monetizzazione mentre per le passività quello di estinzione.

Sotto un profilo prettamente operativo, lo schema di stato patrimoniale riclassificato mantiene la classica struttura a sezioni divise e contrapposte. Ogni sezione, tuttavia, viene idealmente suddivisa in due parti: nell'area più alta devono essere elencati gli investimenti e i debiti che ritorneranno in forma liquida o richiederanno il pagamento nel medio/lungo periodo. Nella parte più bassa, al contrario, sono indicate le attività e le passività a breve scadenza.

Anche in questo caso, il confine tra il medio/lungo ed il breve termine è convenzionalmente stabilito nell'anno: per cui sono considerati durevoli e quindi classificabili nella parte alta dello schema gli investimenti che ritorneranno in forma monetaria in un periodo superiore ai dodici mesi. Viceversa, saranno considerati a breve e andranno collocati nella parte bassa del prospetto. Un ragionamento del tutto analogo deve essere seguito per le fonti di finanziamento: nella parte superiore dello schema saranno indicati i debiti scadenti in un periodo oltre i dodici mesi, nella parte bassa invece le posizioni debitorie esigibili entro l'anno (Fig. 3.3).

Con un maggior grado di dettaglio, quindi, l'attivo dello stato patrimoniale viene rielaborato adottando un *criterio finanziario della liquidità crescente*, mentre il passivo segue un *criterio finanziario della esigibilità crescente*.

La sezione degli impieghi, inoltre, si articola in due macroclassi: le *immobilizzazioni* (o *attivo fisso*), che accolgono le attività destinate a ritornare in forma numeraria nel medio lungo termine, e l'*attivo circolante* (o *attivo corrente*) nel quale sono elencati gli investimenti monetizzabili entro il termine del periodo amministrativo (Fig. 3.3.).

Fig. 3.3. – Il criterio finanziario

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO (criterio finanziario)	
Attività monetizzabili OLTRE i 12 mesi	Passività estinguibili OLTRE i 12 mesi
Attività monetizzabili ENTRO i 12 mesi	Passività estinguibili ENTRO i 12 mesi

L'attivo immobilizzato, inoltre, è suddiviso in cinque classi:

- le immobilizzazioni materiali;
- le immobilizzazioni immateriali;
- le immobilizzazioni finanziarie;
- le immobilizzazioni patrimoniali;
- le immobilizzazioni commerciali.

La prima classe (*immobilizzazioni materiali*) accoglie i *fattori produttivi pluriennali di carattere tangibile, funzionali all'attività tipica d'azienda*. Ne sono alcuni significativi esempi i macchinari, gli impianti, le attrezzature industriali.

Anche le *immobilizzazioni immateriali* rappresentano, come quelle materiali, dei *fattori produttivi ad utilità pluriennale funzionali all'attività caratteristica della combinazione economica*. Tuttavia, questi elementi, rispetto ai precedenti, non possiedono il carattere della tangibilità. Tra gli investimenti intangibili, in particolare, devono essere riclassificati i beni immateriali (come, ad esempio, i marchi, i brevetti, le licenze, i diritti di utilizzazione delle opere d'ingegno, ecc.) e gli oneri pluriennali (quali, ad esempio, i costi di impianto ed ampliamento, i costi di ricerca e sviluppo capitalizzati, le spese di pubblicità capitalizzate, ecc.).

Tra le *immobilizzazioni finanziarie* devono essere classificate tutte le *attività finanziarie con scadenza ultrannuale destinate a supportare la gestione caratteristica dell'azienda*. In questa classe, quindi, sono ricompresi tutti gli investimenti finanziari strategici (partecipazioni azionarie e obbligazioni strategiche) e i crediti, di diversa natura, con regolamento successivo al periodo amministrativo.

L'articolazione sinora descritta, ad evidenza, non si discosta, sotto il profilo formale, dalla struttura dello schema civilistico.

Gli elementi di innovazione, difatti, sono rappresentati dalle ultime due categorie. Le *immobilizzazioni patrimoniali*, nello specifico, accolgono tutti i *fattori produttivi pluriennali non strumentali all'attività caratteristica d'impresa*. Tali elementi sono identificabili nei cosiddetti "beni da reddito" che, evidentemente, supportano un'area gestionale (denominata atipica o extracaratteristica) che si sviluppa in parallelo rispetto a quella tipica. Fra tali fattori produttivi, ad esempio, vanno classificati gli immobili civili e i terreni non strumentali, concessi in uso a soggetti terzi, dietro la corresponsione di compenso.

Nelle *immobilizzazioni commerciali*, infine, sono allocate le *rimanenze pluriennali di materie, semilavorati e prodotti*. Si tratta, in altri termini, di scorte che, per scelte aziendali o per obsolescenza, non possono essere vendute nel breve termine. In tale classe, ad esempio, rientrano i prodotti tecnologicamente superati e, pertanto, con difficoltà di vendita nonché i beni che, prima di essere commercializzati, richiedono un processo di invecchiamento (prodotti vinicoli) o di stagionatura (carni trasformate).

Le classi di articolazione dell'attivo circolante, invece, sono tre, e precisamente:

- il magazzino;
- le liquidità differite;
- le liquidità immediate.

Il *magazzino* accoglie le *rimanenze destinate ad essere riconvertite in denaro nel breve termine*. Tale classe ricomprende le scorte sia materiali che immateriali. Tra le prime sono incluse: (1) le materie, necessarie per alimentare i cicli di produzione, (2) i prodotti, destinati ad essere alienati entro l'anno e (3) i prodotti in corso di realizzazione, ossia non ancora ultimati. Il magazzino immateriale, invece, si riferisce prevalentemente ai costi anticipati per l'acquisizione di servizi utilizzabili per le produzioni future (i risconti attivi).

La classe delle *liquidità differite*, invece, annovera tutti i crediti, di natura finanziaria e commerciale, con scadenza inferiore all'anno. I crediti verso la clientela ne rappresentano la voce principale ma non esclusiva: dovranno essere indicati, infatti, anche le posizioni attive verso l'Erario, i soci, i soggetti finanziati, e così via.

Da ultimo, le *liquidità immediate* comprendono tutti i *valori liquidi* (denaro depositato in cassa o nei conto correnti postali e bancari) o *prontamente liquidabili* (partecipazioni e titoli speculativi).

Nell'attivo corrente, l'ordine sequenziale di esposizione delle classi è assolutamente vincolante: ognuna di esse, invero, presenta un grado di liquidità diverso che aumenta progressivamente. È facile intuire come le liquidità differite (costituite dai crediti a scadenza) richiedono tempi di riconversione monetaria inferiori rispetto al magazzino (che comprende prodotti

non ancora alienati o, addirittura, materie non ancora lavorate) ma superiori rispetto alle liquidità immediate.

Il totale della sezione dell'attivo dello stato patrimoniale riclassificato, ottenuto sommando i valori delle immobilizzazioni e dell'attivo circolante, permette di ottenere l'ammontare complessivo del *capitale investito*.

Tuttavia, per il calcolo di taluni indicatori soprattutto di natura reddituale, diviene imprescindibile la determinazione della misura del *capitale investito nella gestione caratteristica*. Tale aggregato, dall'importante utilità informativa, è ottenuto escludendo dal capitale investito il totale degli impieghi di carattere speculativo a medio/lungo e a breve termine.

La composizione del passivo dello stato patrimoniale riclassificato si presenta meno complessa rispetto alla struttura dell'attivo (Fig. 3.4.). La prassi, difatti, prevede un'articolazione in tre sole macroclassi:

- i mezzi propri;
- le passività consolidate;
- le passività correnti.

I *mezzi propri* rappresentano il *capitale di finanziamento disponibile per l'azienda a tempo indeterminato*. Come è ben noto, tale fonte corrisponde al *capitale di rischio* cioè alle fonti finanziarie apportate dal titolare o dai soci a titolo di dotazione. In tale categoria, più precisamente, deve essere classificato il patrimonio sia conferito che autoprodotta. Il primo coincide con gli apporti effettuati dai soggetti aziendali (titolare o soci) in sede istituzionale o di conferimento successivo. Il secondo, invece, è formato dal capitale generato dalla gestione interna della combinazione economica, ed è prevalentemente rappresentato dalle riserve di utili.

Fig. 3.4. – Schema di stato patrimoniale riclassificato

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO (criterio finanziario)	
IMPIEGHI	FONTI DI FINANZIAMENTO
Immobilizzazioni Immobilizzazioni materiali Immobilizzazioni immateriali Immobilizzazioni finanziarie Immobilizzazioni patrimoniali Immobilizzazioni commerciali	Mezzi propri Passivo consolidato 1 anno
Attivo circolante Magazzino Liquidità differite Liquidità immediate	Passivo corrente
Totale capitale investito Totale capitale investito caratteristico	Totale capitale di finanziamento

Le *passività consolidate* accolgono i *debiti verso soggetti terzi con scadenza protratta oltre l'esercizio*. Questa categoria è soprattutto rappresentata dai prestiti ricevuti (mutui, prestiti obbligazionari, finanziamenti da parte di soci non costituenti capitale di rischio), dai debiti verso i dipendenti per il trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato e, in misura minore, dai debiti di fornitura per i quali si sono ottenute delle dilazioni di pagamento pluriennali.

La somma dei totali delle due categorie anzidette consente di determinare il valore delle *passività permanenti*, ossia le fonti di finanziamento destinate a permanere per più esercizi nella situazione patrimoniale dell'azienda esaminata.

Le *passività correnti*, infine, sono costituite dai *debiti verso soggetti terzi la cui estinzione dovrà avvenire entro il periodo amministrativo*. Tale classe è primariamente alimentata dai debiti di

funzionamento per i quali il regolamento è stabilito debba verificarsi entro le normali scadenze commerciali e, in misura meno incisiva, dai rimborsi a breve scadenza dei finanziamenti durevoli ottenuti.

Le classi del passivo corrente e del passivo consolidato, nel loro insieme, costituiscono il *capitale di terzi* (o *di credito*), vale a dire le fonti di finanziamento apportate da terzi soggetti a titolo di prestito.

In definitiva, il totale della sezione del passivo dello stato patrimoniale riclassificato, ottenuto sommando i mezzi propri, le passività consolidate e correnti, determina il *capitale di finanziamento*. Naturalmente, tale valore, per i principi cardine del metodo partiduplistico, deve coincidere con il totale del capitale investito.

3.4.2.2. La riclassificazione del conto economico

Anche per lo schema di conto economico sono previsti diversi criteri di riclassificazione a seconda della tipologia di attività svolta dall'unità produttiva che si intende esaminare (manifatturiera, al dettaglio, di servizi, ecc.) e alle informazioni ricercate dall'analista. Ciò nonostante, l'approccio più frequentemente seguito nella rielaborazione del prospetto reddituale è quello a costi e ricavi della produzione ottenuta. Questo criterio, in particolare, permette di rappresentare efficacemente il graduale processo di formazione del reddito d'esercizio. Alla luce di questo obiettivo, lo schema riclassificato, al pari di quello civilistico, adotta sì una struttura scalare ma suddivisa in cinque sezioni corrispondenti alle diverse aree in cui può essere articolata la gestione aziendale. In tal modo, infatti, è possibile comprendere agevolmente il contributo di ogni singola area alla dimensione finale del risultato d'esercizio. Per tale ragione, questa classificazione è detta di tipo funzionale.

La gestione aziendale, come è ben noto, può essere distinta in

- *caratteristica* (o *tipica*, o *operativa*), comprende i valori (costi e ricavi) relativi alla realizzazione e alla successiva vendita della produzione ottenuta;
- *finanziaria*, comprende i valori (costi e ricavi) ricollegabili al finanziamento del ciclo produttivo;
- *extracaratteristica* (o *atipica*, o *accessoria*, o *patrimoniale*) comprende valori che, seppur ricorrenti, sono estranei all'attività caratteristica o tipica. In buona sostanza, in tale area confluiscono i componenti di reddito, spesso di natura speculativa, che hanno una "vita propria", collaterale rispetto al core business aziendale;
- *straordinaria*, comprende i valori emersi da operazioni particolari, eccezionali e non ricorrenti. Si tratta, più in dettaglio, di componenti reddituali generati da fatti inusuali o relativi a riprese da esercizi precedenti oppure da variazioni nei criteri di valutazione delle poste contabili;
- *fiscale*, comprende i costi derivanti dalle imposte sui redditi d'esercizio ed eventuali minori costi per riduzioni ed agevolazioni.

Nello schema a costi e ricavi della produzione ottenuta, per ciascuna area deve essere determinato il saldo, inteso come risultato reddituale parziale dato dalla differenza tra i ricavi ottenuti ed i costi sostenuti. Tale saldo, pare appena il caso di precisarlo, rappresenta il contributo di ogni area alla formazione del reddito d'esercizio.

Pertanto, in termini più analitici si ha:

- saldo area caratteristica = ricavi caratteristici – costi caratteristici
- saldo area finanziaria = ricavi finanziari – costi finanziari
- saldo area extracaratteristica = ricavi extracaratteristici – costi extracaratteristici
- saldo area straordinaria = ricavi straordinari – costi straordinari

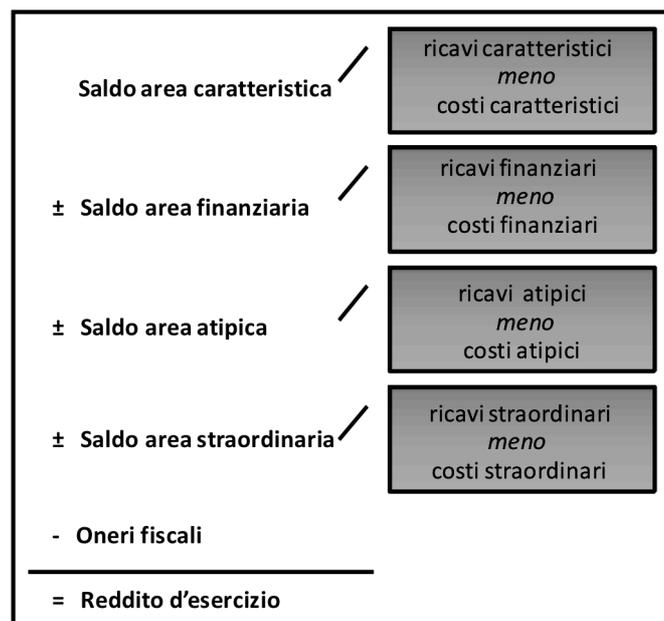
Fa eccezione l'area fiscale, il cui saldo è generalmente determinato dalla somma degli oneri di natura tributaria.

La somma algebrica dei risultati, positivi o negativi, delle diverse aree gestionali, infine, determinerà il reddito d'esercizio, così come rappresentato graficamente nella Fig. 3.5..

Nel prospetto riclassificato di conto economico, tuttavia, particolare attenzione viene riposta nel processo di formazione del saldo dell'area caratteristica, più propriamente denominato *risultato operativo* (o *reddito operativo*).

La prassi, difatti, prevede un'ulteriore sottoarticolazione della sezione dedicata a tale area nello schema riclassificato allo scopo di evidenziare taluni risultati intermedi ritenuti di peculiare significatività per il calcolo degli indicatori reddituali e, conseguentemente, per l'analisi delle performances economiche dell'azienda.

Fig. 3.5. – Il criterio funzionale per la riclassificazione del conto economico



La suddivisione dei proventi e degli oneri caratteristici, in particolare, si basa sulla distinzione tra *ricavi e costi interni* e *ricavi e costi esterni*.

I ricavi interni sono costituiti dal valore della produzione realizzata ma non ancora collocata sul mercato (rimanenze). I ricavi esterni, invece, sono i proventi generati dalla vendita della produzione ottenuta.

Assai più rilevante ai fini dell'analisi è la distinzione relativa agli oneri tipici.

I costi interni rappresentano il sacrificio economico sostenuto per l'utilizzo di fattori produttivi interni, ossia preesistenti rispetto all'avvio dei cicli produttivi. In tale categoria sono tradizionalmente inclusi i costi d'esercizio per i beni strutturali (le immobilizzazioni tecniche) e per i fattori produttivi correnti relativi al lavoro del personale dipendente.

Per contro, i costi esterni rappresentano il sacrificio economico sostenuto per acquisire i fattori produttivi esterni, vale a dire contestuali all'avvio dei cicli di produzione. In tale classe, quindi, sono ricompresi tutti i beni correnti acquisiti esternamente come materie e servizi operativi.

Tale suddivisione, come precisato, permette l'evidenziazione di taluni aggregati economici dall'importante capacità informativa.

Nella sezione dedicata ai ricavi, difatti, la riclassificazione mette in luce l'ammontare dei proventi esterni derivanti dalla vendita dei prodotti ottenuti, nello schema rappresentati dall'aggregato "*vendite nette*" (V.N.). Tale voce intermedia esclude i proventi accessori, per lo più conseguiti dall'alienazione degli scarti e degli sfrisi di produzione.

La somma dei ricavi della gestione caratteristica, interni ed esterni, determinano infine il *prodotto d'esercizio* (P.E.) ossia il ricavo totale relativo all'attività tipica d'azienda. Dal totale dei

proventi caratteristici vanno poi sottratti progressivamente gli oneri interni ed esterni sostenuti per la realizzazione della produzione conseguita.

Tale graduale detrazione permette di evidenziare i seguenti risultati parziali:

- il margine industriale lordo;
- il valore aggiunto;
- il margine operativo lordo.

Il *margine industriale lordo* (M.I.L.), determinato sottraendo dal prodotto d'esercizio il costo delle materie, si propone di evidenziare l'incidenza degli oneri delle materie utilizzate per realizzare della produzione, venduta ed in rimanenza, sulla redditività della gestione caratteristica. Detraendo dal M.I.L. i costi sostenuti per la fruizione di altri servizi operativi si ottiene il *valore aggiunto* (V.A.).

Fig. 3.6. – Articolazione dello schema di conto economico riclassificato: area caratteristica



A tale risultato intermedio può essere attribuito un duplice significato. Innanzitutto, esso misura il maggior valore (valore aggiunto, appunto) conferito ai fattori produttivi esterni per effetto del processo di trasformazione intrapreso dalla combinazione economica. D'altro canto, il valore aggiunto definisce anche l'ammontare delle remunerazioni destinate ai fattori produttivi interni: lavoro subordinato e struttura operativa.

Il *margine operativo lordo*, ottenuto diminuendo il precedente risultato parziale del costo per il personale, permette di identificare il compenso del capitale di struttura. Si comprende, quindi, come nelle unità produttive dove il capitale umano costituisce una rilevante componente di costo, il M.O.L. rappresenti un aggregato di peculiare significatività per la valutazione della posizione di economicità aziendale. Tale margine, inoltre, permette di riflettere sulla dimensione degli oneri non monetari per eccellenza: gli ammortamenti. Come è ben noto, i costi per ammortamento non sono determinabili in misura oggettiva, come avviene invece per i costi monetari, perché particolarmente complessa risulta la determinazione dell'utilità ceduta da ogni elemento strutturale in un singolo ciclo produttivo. Per i fattori produttivi durevoli, quindi, non è possibile determinare il consumo effettivo: è compito degli amministratori, infatti, stimarne discrezionalmente la dimensione avvalendosi di opportuni criteri di valutazione funzionale. Trattandosi di mere congetture, gli ammortamenti non raramente sono oggetto di politiche di bilancio allo scopo di condizionare, positivamente o negativamente, la redditività di periodo dell'azienda.

L'esame della dimensione del margine operativo lordo, perciò, permette di escludere le principali componenti economiche soggettive dall'apprezzamento del risultato dell'attività tipica:

l'attenzione del diagnosta, infatti, si focalizzerebbe su un valore più oggettivo in quanto limitatamente condizionato dalle stime di bilancio. Per tale ragione, il margine operativo lordo è un aggregato frequentemente utilizzato nelle analisi comparative spaziali e temporali.

In definitiva, la struttura di conto economico riclassificato verrebbe a configurarsi come segue:

Fig. 3.7. – Conto economico riclassificato in base al criterio dei "costi e ricavi della produzione ottenuta

Vendite nette
+ Altri ricavi esterni
= Totale ricavi esterni
+ Totale ricavi interni
= Prodotto d'esercizio
- Consumo materie
= Margine industriale lordo
- Altri costi operativi esterni
= Valore aggiunto
- Costo per il personale
= Margine operativo lordo
- Costi di struttura
= REDDITO OPERATIVO
± SALDO AREA FINANZIARIA
± SALDO AREA ATIPICA
± SALDO AREA STRAORDINARIA
= REDDITO LORDO
- Oneri fiscali
= REDDITO D'ESERCIZIO

3.4.3. Il calcolo degli indicatori

Alla riclassificazione dei prospetti di rendicontazione fa seguito la fase di calcolo degli indicatori contabili. Si tratta di un momento necessario per poter ottenere dei valori di sintesi significativi e comparabili dal cui esame l'analista può trarre utili informazioni sullo stato di salute della combinazione produttiva.

In buona sostanza, gli indicatori nascono dall'opportuna comparazione (rapporti e differenze) di alcuni importanti aggregati degli schemi di stato patrimoniale e di conto economico debitamente rielaborati.

Da un mero punto di vista formale si suole distinguere tra margini, indici e quozienti.

I *margini* nascono come differenza algebrica di determinate classi di bilancio. Più labile si dimostra invece la separazione tra *indici* e *quozienti*. Entrambi, invero, sono dati dal rapporto fra le diverse voci dei documenti contabili. Tuttavia, con riferimento allo stato patrimoniale, gli indici si ottengono rapportando il valore di una posta del documento con il totale della sezione cui la medesima appartiene. I quozienti, viceversa, confrontano voci patrimoniali appartenenti alle due opposte sezioni (attivo e passivo). Per quanto riguarda il conto economico, gli indicatori assumono sempre la denominazione di indici poiché, in genere, rapportano aggregati reddituali con poste di origine patrimoniale.

Trattandosi di differenze lievi e di carattere puramente convenzionale, nella prassi i tre termini vengono comunque utilizzati come sinonimi.

Grazie al calcolo ed allo studio critico dei rapporti e dei margini contabili, l'analista può sviluppare riflessioni in merito a tre profili rispetto ai quali la complessa ed articolata gestione aziendale può essere osservata.

Più in dettaglio, dall'esame degli indici di stato patrimoniale è possibile esprimere apprezzamenti in merito alle *condizioni di solidità e di liquidità dell'unità produttiva esaminata*.

Un'azienda è *solida* se è in grado di mantenere in equilibrio le entrate e le uscite monetarie a medio-lunga scadenza. A tal fine è importante esaminare le componenti "rigide" del prospetto di rendicontazione – attivo fisso e passività permanenti – al fine di:

- accertare l'esistenza di una correlazione tra impieghi e fonti a medio-lungo termine;
- e, con specifico riferimento alla composizione delle fonti di finanziamento, verificare il grado di autonomia finanziaria della combinazione economica.

L'esame della *liquidità* aziendale, invece, mira ad appurare l'esistenza di condizioni di equilibrio finanziario nel breve termine. Per tale ragione, oggetto di studio sono le componenti patrimoniali correnti – attivo circolante e passività a breve – allo scopo di accertare l'idoneità delle consistenze monetarie esistenti e di quelle attese a breve scadenza di fronteggiare adeguatamente le passività di breve termine.

L'analisi degli indicatori riferiti al conto economico, infine, permette di apprezzare la *redditività* dell'azienda esaminata e, quindi, la capacità dei ricavi realizzati di remunerare i fattori produttivi impiegati nei cicli di produzione.

Ciò premesso, per l'esame della solidità e della liquidità aziendale, diviene necessario per l'analista determinare ed esaminare gli indicatori di composizione e di correlazione. Viceversa, la valutazione delle performances reddituali della combinazione produttiva si fonda sullo studio degli indicatori di natura economica.

1.4.3.1. Gli indici di composizione

Gli indici di composizione misurano il peso percentuale delle grandezze di stato patrimoniale. Tali parametri, invero, sono ottenuti rapportando ciascuna classe degli impieghi e delle fonti al totale rispettivamente del capitale investito e del capitale finanziamento.

Il calcolo di tali indicatori permette, quindi, di configurare lo stato patrimoniale riclassificato in termini percentuali, realizzando la cosiddetta fase di percentualizzazione del bilancio. L'importanza di tale processo è di palmare evidenza: il passaggio da "valori contabili assoluti" a "valori contabili relativi", rappresentati dalle misure percentuali degli indici di composizione, è assolutamente vincolante per consentire all'analista la comparazione di bilanci diversi sia nel tempo che nello spazio. La percentualizzazione dello stato patrimoniale, difatti, permette di ottenere grandezze omogenee e pertanto raffrontabili.

L'analisi di composizione della struttura patrimoniale dell'azienda si prefigge un duplice scopo:

1. esaminare, con riferimento agli impieghi, il grado di elasticità del capitale investito;
2. valutare, con riferimento alle fonti, il grado di indebitamento del capitale di finanziamento.

Il *primo obiettivo* può essere proficuamente perseguito attraverso l'esame della composizione percentuale della sezione degli investimenti dello stato patrimoniale.

L'informazione relativa al grado di elasticità del capitale, in particolare, è desumibile attraverso il calcolo e la valutazione di due indicatori:

$$\text{Indice di rigidità} = \frac{\text{immobilizzazioni}}{\text{capitale investito}}$$

$$\text{Indice di elasticità} = \frac{\text{attivo circolante}}{\text{capitale investito}}$$

Come si desume facilmente, i due indicatori, essendo tra loro speculari, rappresentano le facce opposte di una stessa medaglia: ciò significa che la realtà indagata è da considerarsi rigida se l'indice di rigidità è superiore a quello di elasticità; viceversa la stessa è da qualificarsi come elastica.

Più in dettaglio, una combinazione è "elastica" se è in grado di adeguarsi facilmente ed in tempi ragionevolmente brevi ai mutamenti del contesto ambientale in cui è inserita ed opera. Tale predisposizione è tanto più concreta quanto più è elevato il peso percentuale degli impieghi di breve termine sul capitale investito.

All'opposto, l'azienda si reputa "rigida" qualora si dimostri incapace di riadattarsi flessibilmente alle mutevoli condizioni ambientali. Tale condizione di non flessibilità è condizionata dall'incidenza dell'attivo fisso sugli investimenti totali. È palese, invero, come la sostituzione dei fattori produttivi durevoli si realizzi, per alcune tipologie di aziende, con difficoltà e con la sopportazione di un notevole sacrificio economico.

L'analisi di composizione degli impieghi patrimoniali, naturalmente, non si limita ad osservare il peso delle immobilizzazioni e dell'attivo circolante ma, generalmente, finisce per estendersi all'esame delle incidenze percentuali delle rispettive classi di articolazione.

Nello specifico, per l'attivo fisso è possibile calcolare ed esaminare i seguenti ulteriori indicatori:

$$\textit{Indice di immobilizzo immateriale} = \frac{\textit{immobilizzazioni immateriali}}{\textit{capitale investito}}$$

$$\textit{Indice di immobilizzo materiale} = \frac{\textit{immobilizzazioni materiali}}{\textit{capitale investito}}$$

$$\textit{Indice di immobilizzo finanziario} = \frac{\textit{immobilizzazioni finanziarie}}{\textit{capitale investito}}$$

$$\textit{Indice di immobilizzo patrimoniale} = \frac{\textit{immobilizzaz. patrimoniali}}{\textit{capitale investito}}$$

$$\textit{Indice di immobilizzo commerciale} = \frac{\textit{immobilizzazioni commerciali}}{\textit{capitale investito}}$$

Relativamente alla macroclasse dell'attivo circolante, invece, i quozienti più frequentemente elaborati sono:

$$\textit{Indice di disponibilità del magazzino} = \frac{\textit{magazzino}}{\textit{capitale investito}}$$

$$\textit{Indice di liquidità totale} = \frac{\textit{liquidità differite} + \textit{liquidità immediate}}{\textit{capitale investito}}$$

$$\begin{aligned} &\textit{Indice di liquidità immediata} \\ &= \frac{\textit{Liquidità immediata}}{\textit{capitale investito}} \end{aligned}$$

Il maggior grado di dettaglio conseguente al calcolo di tali indicatori specifici agevola indubbiamente il diagnosta nel comprendere più approfonditamente le cause della rigidità o elasticità del capitale investito aziendale.

Pare appena il caso di precisare che il giudizio di elasticità o di rigidità del capitale investito non può essere interpretato in termini assoluti: tale valutazione, infatti, è fortemente condizionata dalle specifiche caratteristiche strutturali (dimensione, *core business*, settore di appartenenza, ecc.) dell'azienda oggetto d'esame. Per talune unità produttive, invero, un indice di rigidità elevato è condizione assolutamente fisiologica per poter operare in condizioni di equilibrio economico. Si pensi, a titolo d'esempio, a tutte le realtà del comparto manifatturiero e dell'industria pesante per le quali la dimensione degli impianti incide notevolmente sulla composizione degli investimenti.

Il giudizio di rigidità/elasticità, di conseguenza, non può che essere espresso in termini relativi.

In sede di interpretazione degli indicatori di composizione dell'attivo patrimoniale, pertanto, l'analista deve sforzarsi di definire il confine tra lo status di rigidità fisiologica e funzionale all'equilibrio aziendale e l'antitetica posizione di rigidità patologica e antifunzionale.

La valutazione del grado di indebitamento (*secondo obiettivo*) richiede l'analisi della composizione delle fonti di finanziamento dell'azienda.

A tal fine, l'analisi deve focalizzarsi innanzitutto sulla *composizione delle passività per natura*. Come precisato, rispetto alla natura delle fonti finanziarie, le passività possono distinguersi in mezzi propri, rappresentativi del capitale di rischio, e mezzi di terzi, espressivi del capitale di credito. La valutazione del peso percentuale di tali aggregati sul totale di sezione, pertanto, agevola l'analista nella formulazione di un giudizio sul grado di dipendenza dell'azienda da fonti di finanziamento esterne.

In proposito, l'attenzione deve soffermarsi sull'esame di tali indicatori:

$$\textit{Indice di autonomia finanziaria} = \frac{\textit{mezzi propri}}{\textit{capitale di finanziamento}}$$

$$\textit{Indice di indebitamento} = \frac{\textit{passivo consolidato} + \textit{passivo corrente}}{\textit{capitale di finanziamento}}$$

L'indice di autonomia finanziaria, come si intuisce facilmente, misura l'incidenza percentuale delle fonti di finanziamento interne sul finanziamento totale. Peraltro, il complementare indice di indebitamento rileva il peso dei mezzi esterni sul capitale di finanziamento. Ciò posto, l'azienda deve ritenersi tanto più dipendente dalle fonti finanziarie esterne quanto più è elevata la misura dell'indice di autonomia finanziaria e viceversa.

In un secondo momento, l'indagine deve soffermarsi sulla composizione del capitale aziendale sotto il profilo temporale. In quest'ottica le fonti finanziarie si distinguono in capitale a medio/lungo termine e capitale a breve termine.

Osservando tale aspetto, l'analisi sulla composizione delle fonti si estende all'esame di ulteriori tre indicatori:

$$\textit{Indice di indebitam. a lungo termine} = \frac{\textit{passivo consolidato}}{\textit{capitale di finanziamento}}$$

$$\textit{Indice di indebitam. breve termine} = \frac{\textit{passivo corrente}}{\textit{capitale di finanziamento}}$$

$$\textit{Indice di indebit. permanente} = \frac{\textit{mezzi propri} + \textit{passivo consolidato}}{\textit{capitale di finanziamento}}$$

I primi due indicatori misurano rispettivamente l'incidenza delle passività a medio lungo termine (passivo consolidato) e delle passività a breve termine (passivo corrente) sul capitale di finanziamento. Quest'ultimo indicatore, in particolare, deve essere osservato con maggiore attenzione: i debiti esigibili a breve termine, difatti, rappresentano la fonte finanziaria più rischiosa per l'azienda. I tempi ristretti necessari per l'estinzione di tali obbligazioni, difatti, impongono all'azienda la disponibilità di componenti di capitale liquidi o prontamente liquidabili in misura sufficientemente adeguata.

L'ultimo indicatore, invece, determina il peso relativo dei mezzi finanziari a medio/lungo termine, indipendentemente dalla particolare natura delle fonti, sull'indebitamento totale. Diversamente dai debiti correnti, quindi, i finanziamenti durevoli comportano minori vincoli sulla liquidità della combinazione economica. Le tempistiche di estinzione dilazionate nel tempo, difatti, lasciano ampi margini alla realtà aziendale per provvedere al recupero dei mezzi finanziari necessari per farvi fronte tempestivamente.

Calcolati gli indicatori di indebitamento, l'analista deve interpretarne i valori al fine di valutare la funzionalità o meno della composizione delle fonti di finanziamento al raggiungimento e al mantenimento delle condizioni di equilibrio. Un capitale di rischio eccessivamente contenuto rispetto ai mezzi esterni, infatti, comporta per l'azienda un elevato grado di dipendenza finanziaria che, oltre certi limiti, può risultare economicamente insostenibile. Il ricorso ai capitali di terzi, difatti, è un'operazione non neutrale in termini economici. Essa, è risaputo, comporta il sostenimento di oneri finanziari, rappresentati dagli interessi espliciti ed impliciti, che possono incidere anche in misura notevole sulla dimensione dei costi di esercizio.

Anche in questo caso, così come per l'analisi della struttura dell'attivo patrimoniale, il giudizio non può essere espresso in termini assoluti: la valutazione, invero, va ponderata tenendo nella dovuta considerazione le peculiarità specifiche della realtà produttiva esaminata.

1.4.3.2. Gli indici di correlazione

Il giudizio sulla solidità patrimoniale e sul grado di liquidità aziendale deve essere espresso considerando, oltre alla composizione percentuale degli impieghi di capitale e delle fonti finanziarie, anche le relazioni tra le diverse componenti dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale riclassificato.

In altri termini, l'analista deve soffermarsi ad esaminare gli indici di correlazione patrimonial-finanziaria.

Tali indicatori consentono di comprendere il livello di compatibilità tra investimenti e mezzi finanziari. E ciò in risposta ad uno principi cardine dell'analisi di bilancio in base al quale gli impieghi e le fonti di finanziamento devono essere tra loro sincronizzati sotto un triplice profilo: quantitativo (importo), qualitativo (tipologia) e temporale (tempi di scadenza).

Le implicazioni di questo assioma sono essenzialmente due:

- l'attivo fisso deve essere finanziato prevalentemente con il passivo permanente (principio di finanziamento dell'attivo fisso);
- l'attivo circolante deve essere finanziato prevalentemente dal passivo corrente (principio di finanziamento dell'attivo circolante).

La verifica delle due condizioni deve avvenire attraverso l'esame rispettivamente degli indici di struttura e degli indici di disponibilità.

La prima classe di indicatori (*indici di struttura*) mettono in relazione le componenti rigide dello stato patrimoniale, vale a dire: immobilizzazioni, mezzi propri e passivo consolidato. L'indagine avviene su due livelli: nel primo si esamina la capacità dell'azienda di finanziare autonomamente, quindi con il solo ausilio del capitale di rischio, gli investimenti durevoli. A tal fine, vengono calcolati il margine e il quoziente primari di struttura:

$$\text{Margine di struttura} = \text{mezzi propri} - \text{immobilizzazioni}$$

$$\text{Quoziente primario di struttura} = \frac{\text{mezzi propri}}{\text{immobilizzazioni}}$$

Il primo misura, in termini assoluti, la quota-parte di attivo fisso finanziato dal capitale interno. Il secondo propone la medesima informazione ma in termini percentuali. Tale conversione, come più volte ribadito, rappresenta una condizione imprescindibile per il raffronto, in tal caso del grado di solidità aziendale, nel tempo e nello spazio.

Un quoziente secondario di struttura maggiore o uguale all'unità, evidentemente, segnala la presenza di una situazione in cui gli investimenti di carattere durevole sono totalmente finanziati dai mezzi propri. La medesima informazione è desumibile osservando un margine di struttura primario nullo o superiore a zero.

La circostanza delineata è da considerarsi ottimale sotto il profilo della solidità del patrimonio aziendale. Viceversa, un valore inferiore all'unità segnala che una parte più o meno consistente dell'attivo immobilizzato è finanziato dai mezzi di terzi.

Ad un secondo livello di analisi, invece, si appura la capacità di finanziamento delle immobilizzazioni da parte delle fonti permanenti. Perciò, l'analisi deve estendersi a due ulteriori indicatori:

Marg. secondario di struttura = *passività permanenti – immobilizzazioni*

Quoziente secondario di struttura =
$$\frac{\text{passività permanenti}}{\text{immobilizzazioni}}$$

Questi indici mettono in evidenza la quota-parte di attivo fisso supportato finanziariamente dalla somma dei mezzi propri e del passivo consolidato, in termini sia assoluti che relativi.

Anche in questo caso, un quoziente almeno pari ad 1 è espressivo della capacità dell'azienda di finanziare l'attivo fisso con i mezzi propri e le passività di lungo termine. Tale situazione è considerata fisiologica.

Un valore inferiore all'unità, invece, è sintomatico di una situazione finanziaria patologica: tale circostanza, se non tempestivamente diagnosticata e riportata in condizioni funzionali, può condurre l'azienda ad uno status di insolvenza più o meno accentuato.

Un quoziente secondario di struttura inferiore ad 1 o un margine negativo, difatti, segnala che una parte delle immobilizzazioni sono sostenute finanziariamente dalle passività a breve scadenza. Tale situazione, ad evidenza, è difficilmente sostenibile poiché verrebbe meno il principio di correlazione temporale tra le fonti e gli impieghi.

Le immobilizzazioni, difatti, sono destinate a riconvertirsi in forma monetaria gradualmente, attraverso i proventi ottenuti con la vendita della produzione realizzata. I debiti a breve termine, invece, impongono una manifestazione monetaria, conseguente all'estinzione delle obbligazioni, entro l'esercizio amministrativo. Si comprende facilmente, quindi, come questa mancata sincronizzazione delle tempistiche di riconversione monetaria dell'attivo fisso e di estinzione dei debiti correnti possano portare ad una situazione di illiquidità: la perpetuazione della combinazione economica, difatti, verrebbe a dipendere dalla possibilità, difficilmente concretizzabile, di rinnovare le passività a breve con soluzione di continuità.

Gli *indici di disponibilità*, mettendo in relazione l'attivo circolante e il passivo corrente, si propongono invece di appurare la capacità delle fonti a breve termine di finanziare gli investimenti correnti.

Cambiando la prospettiva di osservazione, inoltre, dagli stessi indicatori si ottengono informazioni significative in merito al grado di liquidità/solvibilità aziendale. Si tratta, in altri termini, di verificare la capacità dell'unità produttiva di adempiere tempestivamente agli impegni finanziari correnti. Tale circostanza può dirsi verificata quando la conversione monetaria dell'attivo circolante, complessivamente considerato, permette all'azienda di estinguere le proprie passività correnti.

Anche l'analisi delle condizioni di liquidità si sviluppa su più livelli.

In primo luogo, vengono relazionati l'attivo circolante, complessivamente considerato, ed i debiti di breve termine. Tale raffronto trova esplicitazione nei seguenti due indicatori:

Margine di disponibilità (o capitale circolante netto)
= *attivo circolante – passività correnti*

Quoziente di disponibilità
=
$$\frac{\text{attivo circolante}}{\text{passività correnti}}$$

Gli indici in parola esprimono, rispettivamente in termini assoluti e relativi, la parte di attivo circolante finanziato dal passivo corrente e, invertendo la prospettiva di analisi, la quota delle obbligazioni correnti estinguibili attraverso la monetizzazione dell'attivo circolante.

Un quoziente di disponibilità superiore all'unità è espressivo di una condizione potenzialmente fisiologica: gli investimenti correnti, invero, sono in grado di fronteggiare il pagamento dei debiti di breve termine. Le medesime considerazioni si possono trarre osservando un indice di capitale circolante netto positivo. Valori pari o inferiori ad 1 del quoziente di disponibilità, al contrario, devono ritenersi segnaletici di uno status certamente patologico: con la monetizzazione dell'attivo circolante, difatti, l'azienda non è comunque in grado di adempiere totalmente alle proprie obbligazioni correnti. Ne consegue, quindi, che la copertura finanziaria dei debiti di breve periodo è resa possibile solo attraverso l'alienazione e la conversione in denaro di parte degli investimenti strutturali. Ben si comprendono gli effetti destabilizzanti che tali dismissioni possono generare sull'equilibrio aziendale.

Ad un secondo livello, l'analisi sulla solvibilità aziendale si sviluppa esaminando la capacità dell'azienda far fronte alle passività a breve con le sole liquidità immediate e differite. In questa prospettiva, gli indici da analizzare mettono in relazione gli impieghi liquidi con le posizioni debitorie a breve termine: essi permettono di stimare in termini quantitativi, assoluti o percentuali, il grado di liquidità della gestione corrente.

Nello specifico, l'analista deve soffermare lo studio sui seguenti indicatori:

Margine di tesoreria = *liquid. immediate + liquid. differite – passiv. correnti*

$$\text{Quoziente di tesoreria} = \frac{\text{liquidità immediate} + \text{liquidità differite}}{\text{passività correnti}}$$

Come si osserva, tali parametri, rispetto agli indici di disponibilità, escludono la componente del "magazzino" dall'analisi della solvibilità aziendale. Tale classe, difatti, è considerata non direttamente afferente alla problematica della liquidità in quanto si tratta di un impiego non numerario che, in parte, può necessitare di tempi lunghi per poter essere convertito in forma monetaria. Si pensi, a titolo di esempio, alle materie prime che, prima di convertirsi in liquidità, devono essere trasformate e collocate sul mercato. Non si deve dimenticare, inoltre, che una parte più o meno consistente del magazzino delle aziende è composta dalle scorte vincolate: si tratta, come si desume dalla stessa denominazione, di rimanenze detenute per far fronte alle mutevoli richieste di mercato. Considerata la difficoltà nella scomposizione della componente fissa del magazzino, l'analisi di liquidità prevede a questo livello di indagine che l'attenzione del diagnosta si concentri prevalentemente sulle componenti liquide.

Un margine di tesoreria positivo o nullo e, conseguentemente, un quoziente superiore all'unità o pari a zero può essere sintomatico di una posizione equilibrata: le liquidità attuali e ottenibili nell'immediato futuro sono in grado di estinguere completamente le passività correnti. Una differenza negativa o un rapporto inferiore ad uno, invece, mettono in evidenza una situazione in cui i debiti a breve possono essere estinti solo grazie al ritorno in forma liquida di una parte delle rimanenze. Peraltro, la condizione di equilibrio di breve termine, in questa specifica circostanza, dipenderebbe proprio dalla propensione del magazzino a ritornare in forma monetaria in un arco temporale non superiore all'esercizio.

Gli indici di tesoreria e di disponibilità permettono di comprendere solo parzialmente la situazione finanziaria corrente dell'unità produttiva.

L'analisi, infatti, deve estendersi al calcolo e allo studio degli indicatori esplicativi della dinamica temporale dei flussi finanziari aziendali nel breve termine (terzo livello di analisi). Tali indici sono detti di *rotazione e durata* e si propongono, appunto, di stimare quantitativamente i tempi di monetizzazione dell'attivo circolante e di estinzione del passivo a breve termine.

Invero, si ritiene che l'azienda possa raggiungere più agevolmente una posizione di equilibrio finanziario corrente se la velocità di monetizzazione del capitale circolante è superiore rispetto alla velocità di pagamento dei debiti correnti.

Tra i principali indicatori di rotazione e durata è opportuno ricordare:

Indice di rotazione del magazzino

$$= \frac{\text{vendite nette}}{\text{magazzino}}$$

$$\text{Indice di giacenza del magazzino} = \frac{\text{magazzino}}{\text{vendite nette}} \times 365$$

L'indice di rotazione delle scorte, ottenuto rapportando le vendite al valore del magazzino, evidenzia il *numero di volte* in cui il magazzino si rinnova nel corso dell'esercizio (frequenza di rotazione).

L'indice di giacenza, invece, indica *quanto tempo* impiega il magazzino per rinnovarsi completamente (tempo di giacenza). Esso, quindi, stima il periodo temporale che intercorre tra l'acquisto delle materie prime e la vendita del prodotto finito.

$$\text{Indice di rotazione dei crediti commerciali} = \frac{\text{vendite nette}}{\text{crediti commerciali}}$$

$$\text{Tempo medio di incasso dei crediti commerciali} = \frac{\text{crediti commerciali}}{\text{vendite nette}} \times 365$$

L'indice di rotazione dei crediti commerciali raffronta i ricavi di vendita dei prodotti con i crediti di natura commerciale. Il rapporto indica quante volte i crediti verso la clientela si rinnovano attraverso la realizzazione delle vendite nel corso di un periodo amministrativo (frequenza di rotazione).

La medesima informazione può essere dedotta osservando il tempo medio di incasso dei crediti commerciali. Questo indicatore, difatti, misura in giorni il tempo che mediamente intercorre tra la vendita dei prodotti realizzati e l'incasso dei crediti commerciali (tempo di incasso).

$$\text{Indice di rotazione dei debiti commerciali} = \frac{\text{acquisti di beni e servizi}}{\text{debiti commerciali}}$$

$$\text{Tempo medio di pagamento dei debiti commerciali} = \frac{\text{acquisti di beni e servizi}}{\text{vendite nette}} \times 365$$

L'indice di rotazione dei debiti commerciali, infine, si ottiene rapportando il costo per l'approvvigionamento di beni e di servizi e il valore nominale dei debiti di fornitura iscritti in bilancio. Anche in questo caso l'indice segnala il numero di volte in cui i debiti verso i fornitori si rinnovano attraverso la realizzazione degli acquisti nel corso di un periodo amministrativo (frequenza di rotazione).

D'altro canto, il secondo indicatore esprime il periodo temporale che mediamente intercorre tra l'acquisto ed il pagamento dei debiti di fornitura (tempo di pagamento).

1.4.3.3. Gli indici di redditività

Per redditività si intende l'attitudine del capitale aziendale di generare redditi in misura adeguata per il conseguimento ed il mantenimento di una posizione di equilibrio economico. Da tale capacità, difatti, dipende la possibilità per la combinazione produttiva di perpetuarsi nel tempo.

A tal fine, l'azienda deve operare in modo da produrre ricchezza, intesa come differenza positiva tra le energie reintegrate mediante i processi di disinvestimento e le energie cedute nelle fasi di acquisizione e trasformazione dei fattori produttivi. Con altre parole, l'attività aziendale deve essere condotta in maniera tale da consentire l'ottenimento di ricavi monetari in misura congrua (1)

per la copertura dei correlativi costi sostenuti per la realizzazione della produzione e (2) per remunerare adeguatamente il capitale di rischio.

Tale capacità, inoltre, deve essere garantita per un periodo di tempo non breve.

Da quanto precisato, si comprende come la posizione di equilibrio rappresenti una condizione imprescindibile affinché:

- i fattori produttivi trovino convenienza, e quindi opportuna motivazione, nel rimanere avvinti all'istituto economico;
- il soggetto promotore mantenga vivo l'interesse verso l'investimento "azienda".

L'analisi sulla redditività aziendale, quindi, deve essere sviluppata osservando il profilo economico della gestione aziendale che trova espressione quantitativo-monetaria nel prospetto di conto economico riclassificato.

A tal fine, gli indici più significativi sono espressivi della:

- redditività del capitale proprio (*return on equity* o R.O.E.)
- redditività del capitale investito (*return on investment* o R.O.I.)

Dall'opportuna scomposizione di tali indicatori, poi, si possono ricavare ulteriori misure altrettanto significative per approfondire l'analisi sull'economicità aziendale.

L'*indice di redditività del capitale proprio* si ottiene rapportando la redditività netta d'esercizio, desumibile dal conto economico riclassificato, e il capitale proprio conferito ed autoprodotta.

$$R.O.E. = \frac{\text{reddito netto}}{\text{mezzi propri}}$$

L'indicatore misura, in termini percentuali, il rendimento economico del capitale proprio. Tale sintesi, pertanto, fornisce indicazioni ai potenziali investitori in merito alla convenienza ad investire mezzi monetari, a titolo di capitale di rischio, nella gestione aziendale.

La gestione aziendale può ritenersi potenzialmente attrattiva se il R.O.E. dell'azienda risulta superiore ai rendimenti di investimenti alternativi opportunamente ponderati in relazione ai rispettivi coefficienti di rischio e non inferiore rispetto ai rendimenti attesi da parte degli investitori.

In caso contrario, infatti, le ragioni di convenienza nel mantenere vitale l'istituto economico verrebbero a mancare. E ciò, in quanto il soggetto aziendale troverebbe maggiore incentivo a ritirare i capitali ad essa vincolati, indirizzandoli verso forme di investimento maggiormente redditizie. Tuttavia, è agevole comprendere come l'adeguatezza di una tale remunerazione non possa essere definita in senso assoluto. In altri termini, non è possibile stabilire in via generale una misura tale per cui si possa ragionevolmente affermare che il titolare del capitale proprio ha raggiunto la propria soddisfazione economica. Il concetto, quindi, non può che avere un significato relativo. L'equità, invero, viene a dipendere da giudizi di natura soggettiva a loro volta condizionati dalle particolari circostanze spazio-temporali nell'ambito delle quali la valutazione delle condizioni di equilibrio aziendale viene effettuata.

Nelle comparazioni temporali e spaziali, tuttavia, assai spesso si tende ad esaminare la dimensione del R.O.E. lordo. L'indicatore, nato dal rapporto tra il reddito prima delle imposte ed i mezzi propri, misura la redditività del capitale proprio depurata dell'effetto perturbatore della pressione fiscale. In termini analitici, il R.O.E. lordo viene a configurarsi nel modo seguente:

$$R.O.E. \text{ lordo} = \frac{\text{reddito lordo}}{\text{mezzi propri}}$$

Questo indicatore risulta particolarmente utile quando si intende confrontare i risultati economici ottenuti dalla medesima unità produttiva in esercizi diversi o da aziende localizzate in aree assoggettate a diversi regimi fiscali.

L'*indice di redditività del capitale investito*, invece, esprime il rendimento economico del capitale complessivamente investito nell'attività caratteristica. Tale informazione emerge dal rapporto tra il reddito dell'area tipica e il capitale investivo:

$$R.O.I. = \frac{\text{reddito operativo}}{\text{capitale investito caratteristico}}$$

L'indicatore, quindi, esprime in termini percentuali il rendimento economico del capitale investito da tutti i finanziatori, siano essi di rischio o di credito, nel *core business* dell'azienda. Questa misura è a sua volta influenzata dalla dimensione di due rapporti rispetto ai quali il R.O.I. può essere sotto-articolato.

Tale scomposizione è determinata analiticamente moltiplicando il numeratore ed il denominatore per le vendite nette:

$$R.O.I. = \frac{\text{reddito operativo}}{\text{vendite nette}} \times \frac{\text{vendite nette}}{\text{capitale investito caratteristico}}$$

La redditività del capitale investito, ne consegue, viene a dipendere dalla dimensione di due ulteriori indicatori:

- la redditività delle vendite nette (*return on sales* o R.O.S.), dato dal rapporto tra il reddito operativo e l'ammontare delle vendite nette;
- la produttività del capitale investito (*turnover* degli investimenti o Pci), ottenuto rapportando le vendite nette al capitale investito caratteristico.

Il primo indica il grado di remunerazione delle vendite, vale a dire il rendimento percentuale delle alienazioni effettuate nel periodo amministrativo oggetto di indagine. In altri termini, il R.O.S. indica quanto residua sul prezzo di vendita dei prodotti dopo aver coperto tutti i costi di carattere operativo (ricarico percentuale sulle vendite).

Il secondo, invece, esprime la capacità del capitale investito di generare ricavi ed è, perciò, indicativo dell'intensità di vendita. Con altre parole, il PCI misura la velocità di rigiro del capitale investito nella produzione caratteristica ossia quante volte gli impieghi ritornano in forma monetaria attraverso la commercializzazione dei prodotti.

Questa scomposizione, come facilmente intuibile, permette all'analista di comprendere l'origine della redditività del capitale investito semplicemente appurando quanta parte dell'indicatore è determinato dal ricarico sul prezzo di vendita e quanta, invece, dal volume d'affari.

I due indici di redditività dei mezzi propri e del capitale investito sono tra loro strettamente collegati.

Il R.O.I., come si è visto, dipende dalla dimensione delle componenti reddituali positive e negative (ricavi e costi) afferenti all'attività tipica aziendale e dal valore degli impieghi caratteristici.

Per tale ragione, si può ragionevolmente affermare che la redditività del capitale investito è condizionata in prevalenza dalle politiche industriali seguite dall'azienda.

Per contro, il R.O.E. è influenzato dal risultato netto d'esercizio, vale a dire dai redditi conseguiti da tutte le aree di gestione, compresa quella caratteristica, e dal valore dei mezzi propri.

Il ROE, di conseguenza, è condizionato sì dalle politiche industriali ma anche dalla particolare politica finanziaria adottata dall'azienda.

Ciò posto, è agevole comprendere come la dimensione della redditività del capitale proprio sia in parte determinata dalla misura del R.O.I..

Più nello specifico, il livello del R.O.E. è determinato da tre fattori:

- 1) la redditività dell'area operativa sinteticamente rappresentata dal R.O.I.;
- 2) l'onerosità dei mezzi di terzi sinteticamente rappresentata dal tasso medio dei finanziamenti (Tf);
- 3) la composizione della struttura finanziaria sinteticamente rappresentata dal quoziente di indebitamento (q).

Gli effetti di tali parametri sulla redditività propria sono piuttosto evidenti; la dimensione del R.O.E., infatti, subisce:

- una flessione in positivo all'aumentare della redditività del capitale investito;
- una flessione in negativo all'incremento del tasso di onerosità del capitale di credito;
- una variazione incerta rispetto alla particolare composizione per natura delle fonti di finanziamento aziendale.

La dipendenza del ROE dalle variabili sopraindicate può essere analiticamente espressa nel modo seguente:

$$\frac{RN}{MP} = \frac{RO}{CIC} \times \frac{CIC}{MP} \times \frac{RN}{RO}$$

Nella quale:

RN = reddito netto

MP = mezzi propri

RO = reddito operativo

CIC = capitale investito caratteristico

Attraverso opportuni passaggi, dalla precedente si ottiene una seconda equazione matematica che evidenzia, con maggior grado di dettaglio, la relazione tra: redditività del capitale proprio, redditività del capitale investito e onerosità dei mezzi di terzi. La nuova relazione è così configurabile:

$$R.O.E. = R.O.I. + [(R.O.I. - Tf) \times q]$$

Dove:

$$Tf = \text{onerosità mezzi di terzi} = \frac{\text{oneri finanziari}}{\text{mezzi di terzi}}$$

$$q = \text{quoziente di indebitamento} = \frac{\text{mezzi di terzi}}{\text{mezzi propri}}$$

Particolare attenzione deve essere riposta sul secondo termine additivo dell'equazione matematica. È proprio tale addendo, meglio noto come effetto leverage (o leva finanziaria, o effetto leva), a porre in diretta relazione la redditività del capitale investito caratteristico, l'onerosità dei mezzi di terzi e il quoziente di indebitamento. L'effetto leva, pertanto, è matematicamente espresso come segue:

$$\text{Effetto leva} = (R.O.I. - Tf) \times q$$

Per un'azienda il fulcro della leva finanziaria ($R.O.I. - Tf$) può risultare:

- *positivo* quando la redditività del capitale investito ($R.O.I.$) è superiore all'onerosità dei mezzi di terzi (Tf);
- *negativo* quando la redditività del capitale investito ($R.O.I.$) è inferiore all'onerosità dei mezzi di terzi (Tf).

Come si desume dall'indice, l'effetto positivo o negativo della leva finanziaria è poi amplificato o attenuato dal quoziente di indebitamento, a sua volta condizionato dalle scelte di finanziamento dell'azienda.

Naturalmente, osservando la relazione sotto un profilo meramente matematico, un leverage positivo accompagnato da un quoziente di indebitamento superiore all'unità (quindi mezzi di terzi superiori al capitale proprio) generano, nell'immediato, un effetto amplificato sulla dimensione del R.O.E. che incrementerebbe in misura più che proporzionale rispetto al $R.O.I.$. All'opposto, un leverage negativo associato ad un quoziente di indebitamento inferiore all'unità producono, nell'immediato, un effetto pregiudizievole attenuato sull'entità del ROE.

Da quanto precisato, si desume che attraverso l'esame della leva è possibile comprendere gli effetti reddituali della composizione del capitale di finanziamento dell'azienda nonché – ed è questo

l'aspetto più interessante – sviluppare alcune riflessioni in merito alla tipologia di fonte finanziaria più conveniente per supportare la gestione aziendale.

Nello specifico, in presenza di un effetto leva positivo pare opportuno e profittevole ricorrere al capitale di credito per sfruttare gli effetti amplificativi sul reddito. All'opposto, invece, quando l'indicatore presenta segno negativo diviene più conveniente da un punto di vista economico contenere questa forma di finanziamento.

Tali riflessioni, che nel breve termine trovano ragionevole fondamento, nel lungo periodo necessitano tuttavia una maggiore ponderazione.

In un'ottica protratta nel tempo, difatti, l'effetto moltiplicativo va sfruttato con moderazione e con prudenza. E ciò in considerazione della diversa variabilità dei parametri che costituiscono il fulcro della leva finanziaria (redditività del capitale investito e onerosità dei mezzi di terzi).

Come è noto, il tasso di onerosità dei mezzi di terzi è una variabile esterna e, come tale, è difficilmente controllabile ed influenzabile dall'unità produttiva. Diversamente, il R.O.I. è un parametro interno che dipende dalla capacità di governo del management aziendale. Un improvviso incremento del tasso di onerosità dei finanziamenti, pertanto, potrebbe non accompagnarsi ad un altrettanto rapido aumento dell'indice di redditività del capitale investito. In presenza di una struttura finanziaria prevalentemente dipendente dai mezzi di terzi, una tale situazione genererebbe effetti demoltiplicativi sull'indice di remunerazione del capitale proprio.

Se ne deduce, quindi, che anche in periodi di leva positiva sarebbe bene moderare il ricorso ai finanziamenti esterni per evitare che una repentina ed improvvisa inversione di tendenza dei parametri che determinano l'indicatore generi effetti involutivi sulla redditività aziendale. Una tale circostanza, come è agevole intuire, può portare ad una situazione di grave fragilità strutturale la quale, a sua volta, può essere generatrice di diseconomicità.

3.4.4. L'interpretazione dei risultati

L'ultima fase del processo di analisi prevede l'interpretazione dei valori ottenuti dagli indicatori economici e patrimonial-finanziari. Tale momento di indagine conduce alla formulazione di un giudizio, il più possibile attendibile, sulle condizioni di vitalità dell'azienda. Più precisamente, dall'esame degli indici calcolati il diagnosta deve poter comprendere se l'unità produttiva sta operando o meno in condizioni fisiologiche e, attraverso lo studio del trend storico, come evolverà lo status di operatività nell'immediato futuro.

Ciò posto, è importante rilevare che un indicatore, osservato in sé per sé, non ha nessun significato intrinseco. Nella sua individualità, difatti, il contributo che lo stesso può apportare ai fini della valutazione della performance aziendale è solo marginale.

Per poter apprezzare la gestione nel suo aspetto sistemico, difatti, gli indicatori devono essere esaminati congiuntamente, come informazioni complementari e strettamente interdipendenti.

Si comprende facilmente, quindi, come tale momento si caratterizzi per un elevato grado di soggettività: l'analista difatti non può che attribuire, più o meno consciamente, un'importanza relativa ad ogni indicatore esaminato. E ciò, in funzione della finalità cui l'indagine è preposta.

La valutazione delle peculiari condizioni di operatività aziendale viene a dipendere perciò non solo dai valori assunti dagli indici calcolati ma anche – e soprattutto – dalla particolare ed individuale lettura sistemica che l'analista è in grado di trarne. Per tale ragione, l'analisi di bilancio è un tecnica che deve essere utilizzata sapientemente e con cognizione di causa. Ciò implica necessariamente che il diagnosta debba possedere, oltre ad un buon senso pratico, anche conoscenze approfondite della materia ragionieristica. Solo delle solide basi economico-aziendali, infatti, consentono di stimare correttamente le condizioni in cui versa l'azienda investigata e formulare un giudizio circa l'immediato divenire dello stato di salute della stessa.