

3. L'USO DELL'ANALISI DI BILANCIO

di Nicola Castellano

3.1. PREMESSA

La possibilità di individuare sintomi di una disfunzione aziendale e da questi risalire ai relativi fattori causali, rappresenta un fattore essenziale per adottare tempestivamente le strategie più idonee al fronteggiamento di una crisi.

Per evidenziare i segnali più significativi di un possibile stadio di crisi (in forma embrionale o patologica) è possibile utilizzare varie categorie di strumenti¹. Nel novero degli strumenti più diffusi, e per certi versi anche più discussi, rientrano senza dubbio le tecniche di analisi di bilancio.

L'analisi di bilancio utilizzata come strumento di diagnosi delle crisi aziendali può infatti fornire un valido ausilio, soprattutto in ottica preventiva per analisti esterni.

Occorre in effetti ricordare che il bilancio di esercizio ed i relativi strumenti di analisi, permettono di tracciare un profilo essenzialmente basato su immagini «consuntive» delle variabili aziendali. Tutto ciò pone di fronte a due ordini di considerazioni: in primo luogo occorre considerare che il quadro diagnostico che si ricava dalla lettura di un bilancio assume validità soltanto nella misura in cui gli andamenti passati sono rappresentativi degli andamenti attuali e prospettici dell'azienda. Di conseguenza una corretta analisi di bilancio deve essere realizzata confrontando situazioni contabili riferite almeno a tre esercizi consecutivi attraverso cui disegnare linee di tendenza che permettano di delineare il più probabile scenario di sviluppo dell'attività aziendale, integrati da confronti con «benchmark di settore» (concorrenti principali o medie di mercato).

In secondo luogo occorre considerare che il bilancio ha una scarsa attitudine a segnalare tempestivamente situazioni di crisi²: i valori di bilancio rappresentano l'effetto, misurato in termini monetari, di azioni umane e più in generale del comporsi di variabili interne ed esterne. Pertanto nel momento in cui il bilancio evidenzia in maniera palese un probabile sintomo di crisi, le relative cause potrebbero già attraversare una fase degenerativa difficilmente sanabile. Da ciò segue che l'analista dovrà utilizzare gli strumenti di interpretazione del bilancio d'esercizio non tanto per riconoscere crisi in atto, quanto per cogliere piccoli segnali che potrebbero anticipare un periodo di crisi. Tenendo conto di queste avvertenze è possibile selezionare, tra gli strumenti di analisi

¹ Gli strumenti utilizzabili per accertare fenomeni di crisi aziendale possono essere classificati in tre categorie, caratterizzate da un diverso grado di complessità, applicabilità interna/esterna, sofisticazione e capacità segnaletica: metodi fondati sull'intuizione; metodi fondati su indici; metodi fondati su modelli.

I metodi fondati sull'intuizione si basano sull'interpretazione di variabili oggettive (appartenenza a settori maturi, perdita di quote di mercato, carenze di programmazione, ecc.) e soggettive (potenziali incapacità dell'imprenditore o del management) quali possibili sintomi di situazioni di crisi anche latenti.

I metodi fondati su modelli cercano di costruire delle correlazioni matematico-statistiche tra variabili aziendali attraverso cui riuscire a prevedere situazioni di crisi.

I metodi fondati su indici si riconducono all'utilizzo di strumenti di analisi di bilancio e sono oggetto di approfondimento in questo scritto. L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986, pag. 46; A. Alberici, *Analisi dei bilanci e previsione delle insolvenze*, ISEDI, Milano, 1975, pag. 14 e seg.

² I dati quantitativi che formano il bilancio d'esercizio raramente rappresentano sintomi primari, sono più spesso da considerare come sintomi intermedi e finali, pertanto segnalano tardivamente cause di crisi già operanti. P. Bastia, *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino, 1996, pag. 143.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

di bilancio, quelli ritenuti più sensibili ad eventuali stadi di crisi, da utilizzare quali «campanelli d'allarme».

Si ricorda infine che l'applicazione pratica degli schemi e degli indicatori di seguito presentati richiede necessariamente la personalizzazione sulle specifiche caratteristiche aziendali. Pertanto l'intento in questa sede non è tanto quello di descrivere il funzionamento di meccanismi automatici di controllo aziendale, bensì quello di illustrare le logiche alla base degli strumenti di analisi di bilancio, la cui capacità segnaletica può essere massimizzata solo attraverso l'interpretazione da parte di soggetti che sono a conoscenza delle specificità dell'azienda e del settore in cui opera.

3.2. L'ANALISI DELLA SOLVIBILITÀ AZIENDALE

Il segnale esterno più evidente di una crisi in atto può essere sicuramente rappresentato dal sorgere dello stato di insolvenza, ovvero l'incapacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni finanziari.

Un'azienda che versa in condizioni di insolvenza con molta probabilità si sta avvicinando al dissesto, la fase terminale della crisi. L'accertamento dell'insolvenza comporta di solito la richiesta di restituzione dei capitali concessi in prestito dai finanziatori, e la chiusura delle linee di fido concesse dai fornitori, con conseguente rischio di blocco delle attività produttive e commerciali³.

Indicazioni sul grado di solvibilità aziendale possono essere acquisite attraverso l'analisi della liquidità e della solidità patrimoniale.

La liquidità di un'azienda si riconduce all'equilibrio finanziario, ed in particolare alla capacità di rispettare le scadenze senza rischiare di compromettere le condizioni che garantiscono l'equilibrio economico e patrimoniale: in questo caso la solvibilità aziendale è analizzata in un'ottica di breve periodo.

La solidità patrimoniale invece esprime da un lato l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento raccolte in relazione alla struttura degli impieghi, dall'altro la capacità del patrimonio aziendale di rimborsare i debiti contratti, prescindendo dal periodo di scadenza.

Liquidità e solidità patrimoniale rappresentano due variabili da considerare congiuntamente per esprimere un giudizio sulla solvibilità aziendale⁴. Sia l'analisi di liquidità che di solidità patrimoniale possono essere efficacemente realizzate attraverso la costruzione di uno stato patrimoniale finanziario.

³ Secondo Guatri la crisi aziendale può svilupparsi in più stadi che partono da fenomeni di squilibrio o inefficienza di origine interna o esterna (*I stadio*), a cui seguono - con il perdurare dei primi - perdite di gravità crescente (*II stadio*), che portano l'azienda allo stadio dell'insolvenza (*III stadio*) oltre il quale si manifesta il dissesto (*IV stadio*) ovvero l'incapacità permanente dell'azienda di far fronte ai propri impegni. L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, pag. 11.

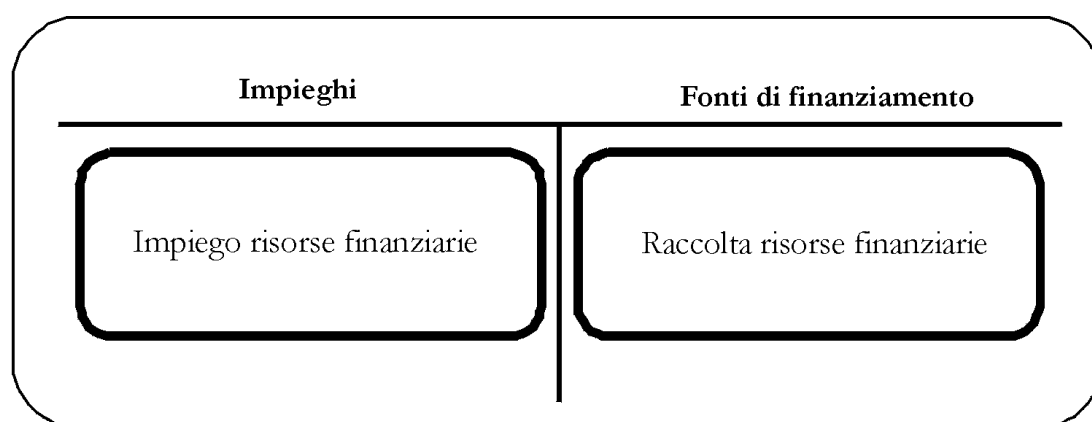
⁴ F. Giunta, «Interpretare la gestione con lo stato patrimoniale finanziario», *Amministrazione & Finanza*, n. 1/1997, pag. 23.

3.2.1 Lo stato patrimoniale finanziario

Lo stato patrimoniale finanziario (*tavola 3.1*) si presenta come un prospetto a sezioni contrapposte redatto allo scopo di evidenziare (privilegiando gli aspetti sostanziali rispetto a quelli formali):

- la provenienza delle risorse finanziarie raccolte (fonti di finanziamento);
- l'impiego di tali risorse in investimenti coinvolti nell'attività aziendale.

Tavola 3.1 - Stato patrimoniale finanziario - Struttura e logica informativa



Le fonti di finanziamento sono classificate in funzione del tempo presumibilmente necessario alla loro estinzione (criterio di esigibilità), mentre gli impieghi sono classificati sulla base del tempo presumibilmente necessario per il loro ritorno in forma liquida (criterio di liquidabilità). In particolare le fonti di finanziamento sono classificabili in tre categorie principali:

- fonti non soggette a vincolo di restituzione;
- fonti esigibili nel medio-lungo periodo (passività consolidate);
- fonti esigibili nel breve periodo (passività correnti).

Le fonti non esigibili si riferiscono ai mezzi finanziari raccolti a titolo di capitale di rischio ed autoprodotti grazie a risultati economici positivi generati in precedenti esercizi ed esclusi dal processo di distribuzione ai soci. Nella costruzione dello stato patrimoniale finanziario (*tavola 3.2*) possono rientrare in tale categoria anche gli eventuali mezzi finanziari raccolti attraverso contribuzioni a fondo perduto ottenute in relazione a specifici progetti di investimento⁵.

⁵ Si considerano in particolare le risorse finanziarie raccolte a titolo di contributo a fondo perduto (nelle tipologie in c/impianti o in c/capitale). Tali somme si configurano nella sostanza quali mezzi raccolti da terzi finanziatori, ma non assimilabili ai debiti in quanto non soggetti ad obbligo di restituzione. L'utilizzo di tali risorse è collegato all'acquisizione di fattori produttivi durevoli. Nel bilancio civilistico i contributi (in c/capitale o in c/impianti) appaiono all'interno dei risconti passivi, con una competenza economica pluriennale di durata corrispondente al periodo di vita utile del bene che è stato finanziato.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

Le fonti esigibili nel medio-lungo e nel breve termine si riferiscono essenzialmente a debiti, di funzionamento e/o di finanziamento.

Per distinguere la durata del breve periodo, necessaria per classificare le fonti di finanziamento, può essere utilizzato il criterio della durata del ciclo operativo⁶, o in alternativa, può essere utilizzata una convenzione che fissa la durata del breve periodo in un esercizio gestionale (12 mesi). Il primo criterio può risultare particolarmente efficace in quelle realtà in cui il ciclo operativo ha durata ultrannuale⁷, mentre negli altri casi può risultare più efficace utilizzare il metodo convenzionale.

Utilizzando quest'ultimo criterio saranno pertanto classificabili come fonti di finanziamento di breve periodo tutte le quote di debiti con scadenza presunta inferiore a dodici mesi, mentre al contrario saranno classificabili nelle fonti di finanziamento a medio-lungo termine le quote di debiti con scadenza presunta superiore a tale intervallo. Ovviamente i debiti a medio e lungo termine con quote in scadenza nel breve periodo saranno classificati tra le passività consolidate e tra le passività correnti per i rispettivi importi.

Riguardo alla classificazione degli impieghi invece, il criterio della liquidabilità permette di creare due macro-categorie, l'attivo fisso e l'attivo corrente, relative agli elementi patrimoniali che, con buona approssimazione, si trasformeranno in forma liquida rispettivamente nel medio-lungo o nel breve periodo. Per la definizione della durata del breve periodo occorre naturalmente utilizzare un criterio analogo per entrambe le sezioni dello stato patrimoniale, pertanto si rinvia a quanto già affermato⁸.

L'attivo fisso è a sua volta disaggregato nelle tre classiche categorie, corrispondenti alle tipologie di fattori produttivi a liquidabilità pluriennale (immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie).

Il criterio di prevalenza della sostanza sulla forma porta ad includere nella categoria delle immobilizzazioni materiali (o eventualmente immateriali), eventuali fattori produttivi durevoli utilizzati con continuità dall'azienda anche in assenza del titolo di proprietà, per esempio in forza di un contratto di locazione finanziaria⁹.

In riclassificazione dello Stato Patrimoniale Finanziario tali voci possono alternativamente essere portate in diminuzione delle immobilizzazioni che hanno finanziato, ovvero possono essere portate ad integrazione del capitale netto in quanto mezzi finanziari non soggetti a vincolo di restituzione. Nel conto economico gestionale, in funzione della scelta effettuata, la quota di sconto di competenza dell'esercizio potrà essere portata a rettifica della quota di ammortamento del bene o classificata nell'area extra-caratteristica o al limite finanziaria. Per approfondimenti si rinvia al paragrafo 3.3.

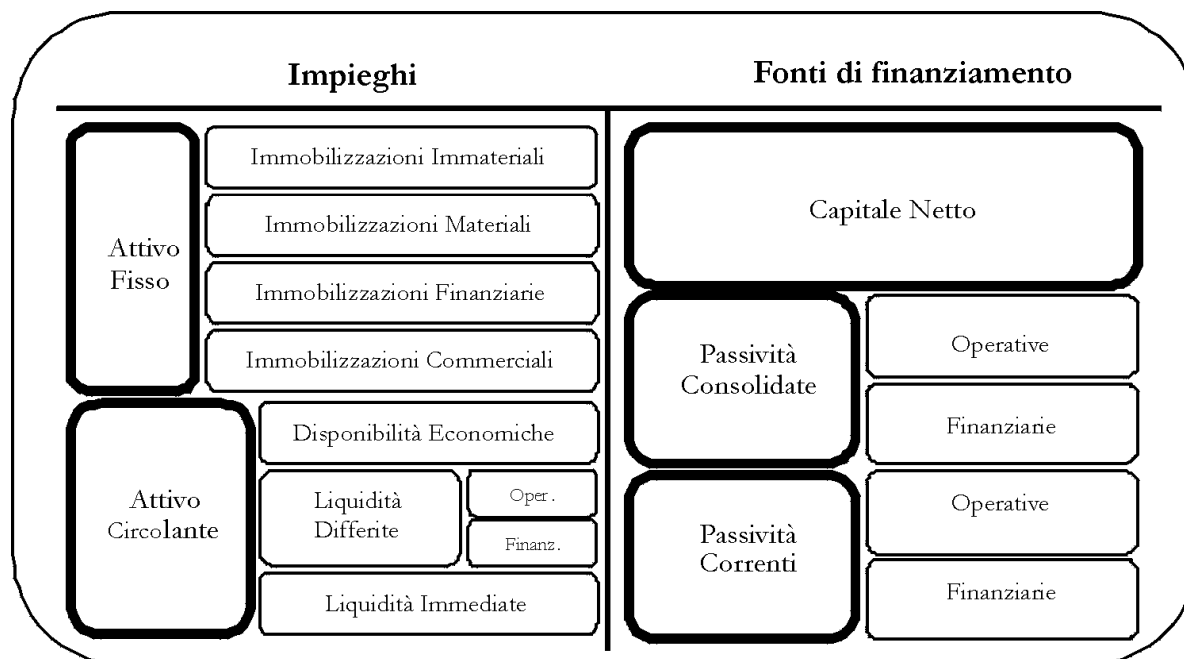
⁶ La durata del ciclo operativo si definisce con riferimento al tempo necessario a svolgere i processi di acquisizione delle risorse produttive correnti, trasformazione delle risorse produttive in prodotti finiti, vendita dei prodotti finiti ed incasso del relativo corrispettivo.

⁷ La durata ultrannuale del ciclo operativo è collegata alla natura dei prodotti o servizi, che in alcuni casi richiede tempi pluriennali di produzione (es. costruzioni marittime, grandi opere di costruzione, ecc.) o di giacenza, per stagionatura o invecchiamento (es. aziende di produzione di Parmigiano Reggiano, Brunello di Montalcino, Prosciutto di Parma ecc.).

⁸ Nelle considerazioni sviluppate in questo paragrafo si suppone per semplicità di utilizzare il criterio convenzionale che definisce la durata del breve periodo in dodici mesi.

⁹ Sui metodi di inserimento dei contratti di leasing nello stato patrimoniale finanziario si rinvia a: L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 2003, pag. 16.

Tavola 3.2 - Stato patrimoniale finanziario - Schema di riclassificazione



Nell'attivo fisso è possibile inserire altre categorie di immobilizzazioni allo scopo di evidenziare investimenti non coinvolti nell'attività operativa aziendale (immobilizzazioni patrimoniali) o investimenti in fattori produttivi di norma facilmente liquidabili, che tuttavia per vari motivi non avranno la possibilità di trasformarsi in liquidità entro dodici mesi (immobilizzazioni commerciali¹⁰).

L'attivo circolante invece viene scomposto in tre categorie:

- disponibilità economiche, relative essenzialmente a rimanenze di materie prime e prodotti finiti¹¹;
- liquidità differite, rappresentate essenzialmente da crediti, di natura operativa o finanziaria, con scadenza inferiore ai dodici mesi;
- liquidità immediate, rappresentate dal denaro istantaneamente disponibile.

Nella sezione delle liquidità differite o delle liquidità immediate potranno essere inserite

¹⁰ Le immobilizzazioni commerciali si riferiscono a rimanenze di prodotti finiti o materie prime, temporaneamente bloccate perché non vendibili o non utilizzabili, ovvero a crediti di natura commerciale con scadenza superiore a dodici mesi.

¹¹ Eventualmente comprensive di acconti versati a fornitori ed al netto di acconti ricevuti da clienti. Nella sezione delle disponibilità economiche è inoltre possibile inserire anche i risconti attivi «operativi» caratterizzati dalla stessa natura delle rimanenze (costi sospesi) ed interpretabili come rimanenze di fattori produttivi immateriali (es. il risconto attivo per un canone di locazione rappresenta un fattore produttivo immateriale già acquisito ma non ancora utilizzato, e pertanto configurabile come rimanenza). La sezione delle disponibilità economiche infine potrà accogliere eventuali immobilizzazioni che l'azienda ha deciso di dismettere entro i successivi dodici mesi.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

le attività finanziarie detenute per brevi periodi. Si tratta di investimenti che possono essere assimilati alle liquidità immediate nel caso in cui non siano soggetti a volatilità delle quotazioni, siano smobilizzabili entro brevissimi periodi, senza correre il rischio di sopportare perdite dal punto di vista economico. In caso contrario le attività finanziarie dovrebbero essere inserite, più correttamente, tra le liquidità differite.

Nella *tavola 3.3* sono sintetizzate le destinazioni che è possibile utilizzare nella costruzione dello stato patrimoniale finanziario con riferimento alle voci che possono avere una dubbia classificazione.

Tavola 3.3 - Costruzione dello stato patrimoniale finanziario - Destinazione delle principali voci

Descrizione	Classificazione in Stato Patrimoniale Finanziario
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	A rettifica del capitale netto se non sono previsti termini di richiamo <i>oppure in caso contrario</i> Liquidità differite o immobilizzazioni finanziarie in funzione dei tempi di richiamo previsti
Immobilizzazioni	Attivo fisso se utilizzate in maniera durevole <i>oppure</i> Disponibilità economiche se destinate alla cessione
Contratti di leasing	Nelle immobilizzazioni può essere inserito il valore residuo del bene, ed in contropartita (tra le passività consolidate e correnti) il debito nei confronti delle società di leasing
Azioni proprie	A rettifica del capitale netto
Rimanenze di magazzino	Disponibilità economiche se con buona probabilità saranno utilizzate nei 12 mesi successivi alla data di bilancio <i>oppure</i> Immobilizzazioni commerciali in caso contrario
Crediti operativi (es. crediti v/clienti)	Liquidità differite se incassabili entro 12 mesi <i>oppure</i> Immobilizzazioni commerciali o finanziarie se incassabili oltre 12 mesi
Attività finanziarie	Liquidità immediate se non soggette a volatilità del cambio, se smobilizzabili in tempi rapidi senza sopportare perdite economiche (i cosiddetti <i>cash equivalents</i>) <i>oppure</i> Liquidità differite nel caso non ricorrano contemporaneamente le tre condizioni di cui sopra
Cassa e c/c attivi	Liquidità immediate
Ratei attivi	Liquidità differite
Risconti attivi	Disponibilità economiche se relativi a fattori produttivi correnti <i>oppure</i> Attivo fisso se relativi a fattori produttivi pluriennali

Descrizione	Classificazione in Stato Patrimoniale Finanziario
Capitale Netto	Capitale Netto
Fondi Spese	Passività correnti operative se esigibili entro 12 mesi <i>oppure</i> Passività consolidate operative se esigibili oltre 12 mesi
Fondi Rischi	Capitale netto
Debiti	Passività correnti se esigibili entro 12 mesi <i>oppure</i> Passività consolidate se esigibili oltre 12 mesi
Ratei passivi	Passività correnti
Risconti passivi	Passività correnti se di importo non rilevante <i>oppure</i> Capitale netto se pluriennali <i>oppure</i> A rettifica delle immobilizzazioni se relativi a contributi in c/impianti

3.2.2 L'analisi della liquidità

Se il processo di costruzione dello stato patrimoniale finanziario è applicato correttamente, l'aggregato delle passività correnti esprimerà l'importo dei debiti esigibili entro i dodici mesi successivi alla data del bilancio, mentre l'attivo circolante rappresenterà l'importo degli investimenti che, con buona probabilità, si trasformeranno in denaro entro lo stesso periodo. L'analisi della liquidità è essenzialmente basata sul confronto tra questi due aggregati; in particolare può essere definita liquida quell'azienda che, alla data di riferimento dello stato patrimoniale, riesce virtualmente a rimborsare le passività in scadenza nel breve periodo, senza compromettere le future condizioni di equilibrio patrimoniale ed economico¹².

Di conseguenza l'analisi della liquidità in prima battuta si realizza confrontando l'attivo circolante con le passività correnti:

$$\text{Indice di Struttura Corrente} = \frac{\text{Attivo Circolante}}{\text{Passività Correnti}}$$

L'interpretazione dell'indice di struttura corrente assume una valenza particolarmente significativa soprattutto nel caso in cui presenta valori negativi (inferiori ad 1): in tal caso infatti l'importo dell'attivo circolante non è sufficiente a coprire le passività in scadenza,

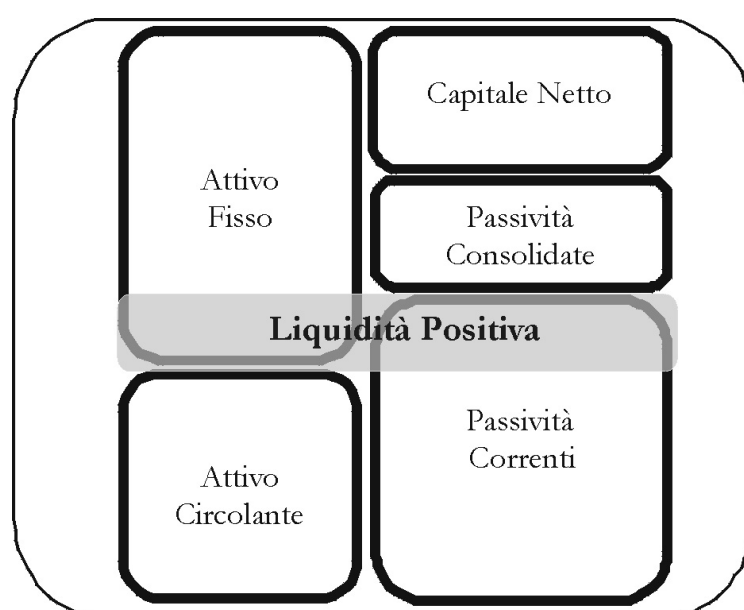
¹² «La più o meno agevole trasformabilità in moneta...deve avvenire mantenendo l'impresa in funzionamento. La trasformazione non deve pregiudicare la possibilità dell'impresa di continuare a funzionare in modo economico (logica del going concern)». Giunta F., «Interpretare la gestione con lo stato patrimoniale finanziario», in *Amministrazione & Finanza*, pag. 25.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

di conseguenza una teorica richiesta di rientro dei debiti a breve da parte dei finanziatori potrebbe essere soddisfatta solo ricorrendo allo smobilizzo di una parte dell'attivo fisso. In questa situazione risulterebbero sicuramente compromesse le condizioni future di operatività e di equilibrio economico e patrimoniale, pertanto l'azienda analizzata può senza dubbio essere definita come *non liquida* (tavola 3.4).

Tavola 3.4 - **Struttura dello stato patrimoniale di un'azienda non liquida**



In caso di positività dell'indice di struttura corrente l'azienda possiede in teoria la capacità di rimborsare le passività in scadenza smobilizzando in tutto o in parte l'attivo circolante. In questo caso tuttavia prima di definire l'azienda come liquida è opportuno effettuare un ulteriore confronto escludendo dall'attivo circolante le disponibilità economiche. Per questi elementi, infatti, la trasformazione in liquidità passa attraverso lo svolgimento di un processo operativo (di vendita, o di trasformazione e vendita) che può richiedere un lasso di tempo più o meno lungo per essere realizzato con convenienza.

Il secondo indicatore è pertanto calcolato inserendo al numeratore le liquidità immediate e differite ed al denominatore le passività correnti:

$$\text{Indice di liquidità «secca»} = \frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passività correnti}}$$

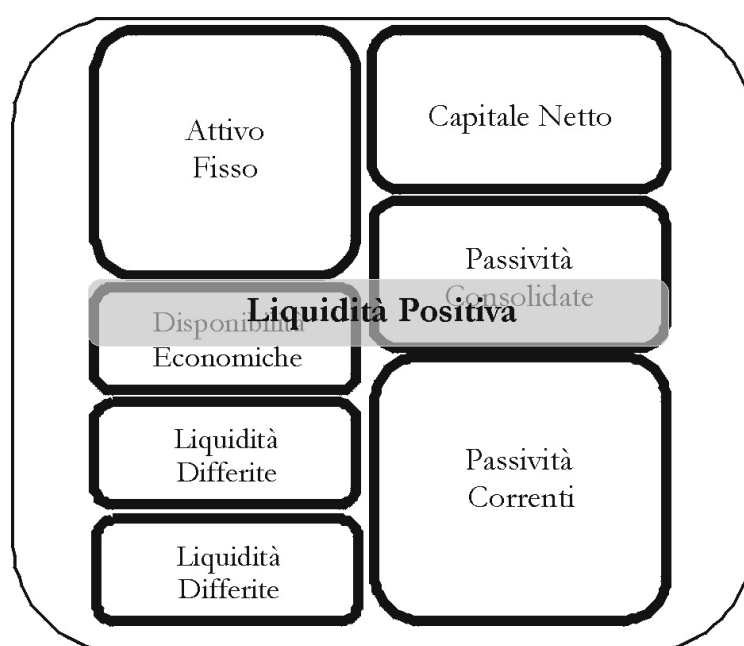
Nel caso in cui questo indicatore assuma valori maggiori di 1 potremo affermare che, alla data di bilancio, l'azienda si presenta liquida (tavola 3.5).

Pertanto il giudizio sulla liquidità aziendale non presenta grossi problemi nel caso in cui sia l'indice di struttura corrente che l'indice di liquidità secca assumano valori maggiori

di 1, così come, sebbene in negativo, nel caso in cui l'indice di struttura corrente sia inferiore ad 1.

Ci potrebbero essere invece dubbi interpretativi nel caso in cui l'indice di struttura corrente assuma valore maggiore di 1, e l'indice di liquidità secca inferiore ad 1. In questo caso l'attivo circolante è in grado di coprire le passività correnti, mentre le liquidità immediate e differite non sono altrettanto sufficienti.

Tavola 3.5 - Struttura dello stato patrimoniale di un'azienda liquida



In questo caso per esprimere un giudizio sulla liquidità dell'azienda occorre distinguere all'interno delle disponibilità economiche, le rimanenze di materie prime e di prodotti finiti. Partendo dal presupposto che i prodotti finiti sono più facilmente smobilizzabili delle materie prime è possibile esprimere un giudizio positivo nella misura in cui le liquidità immediate e differite comprensive della parte del magazzino prodotti finiti superino le passività correnti, mentre il giudizio è tendenzialmente negativo (pur escludendo situazioni di gravità estrema) in caso contrario (*tavola 3.6*)¹³.

¹³ In alternativa, all'interno delle disponibilità economiche potrebbe essere individuato il valore del cosiddetto «magazzino permanente», ovvero delle scorte di materie e prodotti stabilmente presenti in azienda. Per esprimere il giudizio sulla liquidità è pertanto sufficiente aggiungere alle liquidità immediate e differite la parte eccedente rispetto al magazzino permanente e valutare se l'aggregato supera o meno le passività correnti. Nel primo caso può essere espresso un giudizio positivo, mentre nel secondo caso il giudizio è negativo. Questo metodo risulta tuttavia scarsamente significativo nelle comparazioni con dati esterni per la evidente difficoltà di reperire l'informazione sul magazzino permanente del benchmark.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

Tavola 3.6 - Indicatori di liquidità e tipologie di giudizio

Valore indicatori	Giudizio liquidità
Attivo Circolante < Passività Correnti	Giudizio negativo con situazione tendenzialmente grave
Attivo Circolante > Passività correnti e: Liquidità immediate e differite > Passività correnti	Giudizio positivo
Liquidità immediate e differite < Passività correnti e: (Liquidità immediate e differite + Magazzino prodotti finiti) > Passività correnti	Giudizio tendenzialmente positivo
(Liquidità immediate e differite + Magazzino prodotti finiti) < Passività correnti	Giudizio tendenzialmente negativo

In conclusione dell'analisi di liquidità occorre sottolineare che il principale vantaggio nell'uso degli indicatori presentati è legato alla estrema semplicità di calcolo e facilità di confronto anche con realtà esterne.

Dall'altro lato riteniamo doveroso sottolineare che il giudizio espresso sulla base dell'andamento degli indicatori calcolati alla data di bilancio, viene di fatto esteso a tutto il periodo di riferimento del bilancio stesso ed in alcuni casi questa può rappresentare un'approssimazione molto forte.

Gli indicatori utilizzati infatti, permettono di «scattare una fotografia» della situazione aziendale alla data di riferimento del bilancio, ciò tuttavia non esclude che nel corso dell'esercizio la situazione possa essersi sviluppata in maniera significativamente diversa.

In sostanza, nei casi in cui i saldi a fine esercizio di attività e passività correnti non siano rappresentativi dei valori medi di tali grandezze durante l'esercizio, i risultati degli indicatori non riescono a rappresentare il «normale» stato di liquidità aziendale.

Per tentare di ovviare a tale limite, spesso si costruiscono gli indicatori utilizzando per ogni grandezza *stock* considerata, le medie aritmetiche dei valori ad inizio e fine esercizio; resta inteso che in tale caso il limite suesposto può solamente essere mitigato ma non eliminato completamente.

Un metodo ulteriore per ovviare ai limiti informativi descritti, è quello di integrare gli indicatori di liquidità con gli indicatori di rotazione/durata, o in maniera più significativa può essere utilizzato lo strumento del rendiconto finanziario¹⁴.

Una serie di informazioni molto utili da utilizzare per integrare i valori degli indicatori, invece, sono rappresentate dagli impegni futuri e dalle garanzie prestate.

Gli impegni futuri infatti integrano l'analisi delle liquidità consentendo valutazioni pro-

¹⁴ La costruzione e l'analisi del rendiconto finanziario sono oggetto specifico di trattazione in una sezione separata di questa parte a cui si rinvia (Capitolo 4).

spettiche sul fabbisogno di liquidità aziendale collegato agli impegni già sottoscritti dall'azienda. Il valore di queste informazioni si presenta molto elevato soprattutto in ottica interna: in particolare gli impegni dovrebbero essere considerati, nell'ambito della gestione della tesoreria, in fase di redazione dei budget dei flussi finanziari (sia in entrata che in uscita). Più in generale queste informazioni dovrebbero condizionare la scelta di strutture finanziarie idonee a consentire, sulla base della situazione attuale e prospettica, il mantenimento di una situazione di liquidità positiva.

Le garanzie prestate invece assumono rilevanza più che altro a corredo dell'analisi di solidità descritta nel paragrafo successivo. Tali poste infatti rappresentano delle passività potenziali che l'azienda potrebbe essere chiamata ad onorare in caso di insolvenza dell'obbligato principale (che può essere rappresentato da un'azienda consociata o da un terzo). Di conseguenza le garanzie prestate rappresentano elementi che potrebbero essere sommati alle passività effettive, laddove si adottasse un criterio di analisi molto prudentiale¹⁵.

In generale dopo aver emesso il giudizio sulla liquidità e sulla solidità patrimoniale di un'azienda, l'analista di bilancio potrebbe valutare se e come si modificano i risultati, inserendo le informazioni relative agli impegni ed alle garanzie prestate.

3.2.3 L'analisi di solidità patrimoniale

Il giudizio sulla solidità patrimoniale può essere espresso utilizzando due differenti strumenti:

- l'analisi di correlazione fonti-impieghi;
- l'analisi di capienza del capitale netto.

In realtà gli indicatori utilizzati nell'analisi della liquidità rientrano comunque nella più ampia analisi di correlazione, il cui scopo principale è quello di valutare l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento utilizzate in relazione alla struttura degli impieghi, al fine di verificarne il grado di sincronizzazione¹⁶.

Il termine sincronizzazione si riferisce al tempo di estinzione delle fonti che dovrebbe essere omogeneo con il tempo richiesto dagli impieghi per ritornare in forma liquida. In particolare, per sincronizzare adeguatamente le fonti agli impieghi occorrerebbe finanziare l'attivo fisso utilizzando fonti durevoli (capitale netto o, in alternativa passività a medio e lungo termine), mentre l'attivo circolante dovrebbe essere finanziato utilizzando fonti di breve periodo (il confronto su cui si concentra l'analisi della liquidità).

L'analisi di correlazione in realtà permette di esprimere un giudizio sulla solidità patrimoniale di un'azienda solo in maniera indiretta: una struttura delle fonti di finanziamento sincronizzata con la struttura degli impieghi dovrebbe limitare il rischio di *punte finanziarie*, crisi di liquidità generate dalla necessità di estinguere un debito in assenza

¹⁵ F. Giunta, «Interpretare la gestione con lo stato patrimoniale finanziario», in *Amministrazione & Finanza*, n. 1, 1997, pag. 27.

¹⁶ C. Caramiello, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1993, pag. 296.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

di sufficienti disponibilità liquide o di impieghi agevolmente smobilizzabili. In tal senso un'azienda che presenta limitati rischi di punte finanziarie può definirsi solida.

Se tecnicamente l'analisi della liquidità permette di esprimere un giudizio positivo, risulta automatico notare, osservando le sezioni residuali dello stato patrimoniale finanziario, che anche le fonti di finanziamento permanente sono correttamente sincronizzate con l'attivo fisso; pertanto, eseguendo contemporaneamente, in maniera corretta, l'analisi della liquidità, è possibile osservare l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento nel suo insieme, ed un'azienda liquida risulterà allo stesso tempo anche solida.

In realtà per esprimere con maggiore accuratezza un giudizio sulla solidità patrimoniale di un'azienda sarebbe comunque opportuno effettuare alcune considerazioni sul suo grado di capitalizzazione o di autonomia finanziaria, ossia sul grado di utilizzo del capitale netto nella copertura del fabbisogno di finanziamento. In questo senso il capitale netto produce un duplice effetto positivo:

- non essendo soggetto ad obbligo di rimborso, non assorbe, salvo casi eccezionali, la liquidità prodotta dalla gestione aziendale, pertanto quanto maggiore è il grado di finanziamento dell'attivo fisso, tanto più elevata sarà la porzione di liquidità generata che rimane nelle casse aziendali;
- il capitale netto rappresenta la quota di finanziamento soggetta al rischio d'impresa: la parte dei finanziamenti raccolti che sarà chiamata ad assorbire eventuali perdite economiche prodotte nell'ambito della vita aziendale e che non sarà rimborsata se, al momento della cessazione aziendale, le perdite continueranno ad essere presenti.

Con riferimento a questi aspetti è possibile utilizzare due indicatori attraverso cui verificare l'adeguata presenza di capitale netto, o in alternativa evidenziare necessità di ricapitalizzazione: la progressiva erosione del capitale netto infatti, è da considerare un altro importante sintomo di una crisi in atto.

Il primo dei due indicatori proposti è l'indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche, una versione ristretta del quoziente di struttura primario¹⁷ data dal rapporto tra:

$$\text{Indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche} = \frac{\text{Capitale netto}}{\text{Immobilizzazioni tecniche}}$$

Le immobilizzazioni tecniche corrispondono in generale a quella porzione di attivo fisso che rappresenta i fattori produttivi durevoli coinvolti nell'attività aziendale caratteristica. In particolare tali fattori produttivi possono riferirsi ad immobilizzazioni immateriali, materiali o finanziarie.

L'interpretazione dell'indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche richiede la comparazione con *benchmark* di settore o con *best practices* aziendali: in termini

¹⁷ Il quoziente di struttura primario è dato dal rapporto tra capitale netto ed attivo fisso, mentre il quoziente di struttura secondario aggiunge al numeratore anche l'importo dei debiti a medio e lungo termine. Sulla base delle considerazioni effettuate è evidente che il quoziente di struttura secondario rappresenta la visione speculare dell'indice di struttura corrente, in quanto calcolato utilizzando le voci residuali dello stato patrimoniale finanziario.

assoluti risulta evidente che quanto più l'indicatore è vicino ad 1 tanto più l'azienda gode dei due benefici sopra descritti.

Il secondo indicatore proposto permette invece di esprimere un giudizio più diretto sulla solidità patrimoniale espressa dal capitale netto quale fondo di garanzia per i creditori aziendali.

L'indicatore in oggetto prende appunto il nome di capitale netto di garanzia¹⁸ e la sua costruzione richiede un processo di simulazione: si stimano le perdite che l'azienda subirebbe qualora fosse posta in liquidazione (facendo gli opportuni riti scaramantici) e si verifica se il capitale netto è sufficiente alla loro copertura.

In questo senso può senza dubbio definirsi solida quell'azienda che non sottopone i propri creditori al rischio di dover sopportare perdite di liquidazione, il che corrisponde ad affermare che gli investimenti aziendali sono in grado di generare un ammontare di liquidità sufficiente a rimborsare tutti i creditori.

Il processo di stima delle perdite di liquidazione in effetti può essere fortemente condizionato da approssimazioni nonché dalla soggettività e dal grado di prudenza dell'analista, ma in compenso il valore informativo dell'indicatore può essere estremamente significativo.

L'individuazione delle perdite di liquidazione è collegata ad una lettura dello stato patrimoniale che abbandona l'ottica del *going concern*, ovvero dell'impresa in funzionamento, per adottare un'ottica di *break up*, ossia di interruzione della vita aziendale. Si individuano perdite di liquidazione in tutti quei casi in cui l'ipotesi della cessazione aziendale fa perdere valore a singoli investimenti, perché non suscettibili di essere dismessi per produrre liquidità con cui rimborsare i debiti contratti. In questi casi, il valore della perdita viene considerato pari al valore di iscrizione dell'investimento a stato patrimoniale.

L'esempio più emblematico delle perdite di liquidazione è rappresentato dagli oneri pluriennali, suscettibili di produrre ritorni monetari nel corso di più esercizi solo nel caso in cui l'azienda prosegua la propria attività, ma inutilizzabili in caso di liquidazione aziendale¹⁹.

In altri casi considerare un determinato investimento come perdita di liquidazione o come attivo liquidabile, dipende da una valutazione più o meno prudenziale dell'analista. In *tavola 3.7* sono sintetizzate alcune delle voci su cui si concentra in generale, l'attenzione dell'analista per la costruzione del capitale netto di garanzia con le relative possibili destinazioni. Le voci (dell'attivo) non inserite in tabella sono considerate «attivo liquidabile».

¹⁸ F. Giunta, «Il capitale netto di garanzia "a tutela" dei creditori», *Amministrazione & Finanza* n. 9/1997.

¹⁹ In alcuni casi peraltro la tesi dell'utilità pluriennale, che ne giustificherebbe la capitalizzazione, non è esente da giudizi soggettivi o da scelte discrezionali, tanto è vero che seguendo le regole prescritte dai principi contabili internazionali (ed in particolare dallo IAS 38 - Attività immateriali), i costi di pubblicità, i costi di impianto ed ampliamento ed i costi di ricerca non possono più trovare accoglimento nello Stato Patrimoniale. Possono essere capitalizzati invece i costi di sviluppo, sempre che siano rispettate le numerose prescrizioni dello IAS 38. Per quanto riguarda le attività immateriali sviluppate internamente, il trattamento è assimilato ai costi di ricerca e sviluppo, in ogni caso resta esclusa la possibilità di capitalizzare costi relativi a marchi, liste di clienti e testate giornalistiche sviluppate internamente.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

Tavola 3.7 - Capitale netto di garanzia e perdite di liquidazione

Impieghi/Fonti	Destinazione
Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	Potrebbero essere considerati come attivo liquidabile ritenendo che all'atto della liquidazione i soci dovrebbero essere obbligati a versare i decimi residui
Oneri pluriennali (es. costi di impianto e ampliamento)	Perdite di liquidazione
Beni immateriali (es. Marchi, Brevetti, ecc.)	Potrebbero rientrare nelle perdite di liquidazione utilizzando un approccio prudenziale
Avviamento	Perdite di liquidazione
Immobilizzazioni in corso ed acconti (sia immateriali che materiali)	Potrebbero rientrare nelle perdite di liquidazione utilizzando un approccio prudenziale
Partecipazioni	Potrebbero rientrare nelle perdite di liquidazione utilizzando un approccio prudenziale
Azioni Proprie	Perdite di liquidazione
Crediti finanziari verso partecipate	Se le partecipazioni sono state considerate perdite di liquidazione queste voci potrebbero seguire la stessa destinazione
Acconti a fornitori di materie	Perdite di liquidazione
Risconti attivi	Perdite di liquidazione (i risconti passivi potrebbero andare ad incrementare il capitale netto)
Crediti operativi verso partecipate	Se le partecipazioni sono state considerate perdite di liquidazione queste voci potrebbero seguire la stessa destinazione (al limite solo per l'importo eventualmente eccedente rispetto ai debiti verso partecipate)

Una volta stimate le perdite di liquidazione la costruzione del capitale netto di garanzia risulta piuttosto semplice:

$$\text{Capitale netto di garanzia} = \frac{\text{Capitale netto}}{\sum (\text{Perdite di liquidazione})}$$

Nel caso in cui l'indice assume valore maggiore di 1 l'azienda può considerarsi solida; in caso contrario si segnala una possibile rischiosità per i creditori aziendali che potrebbe essere sanata con una ricapitalizzazione di importo tale da riportare l'indicatore in equilibrio. Per la valutazione della solvibilità, possono risultare informazioni molto utili anche le garanzie prestate a terzi, riportate nei conti d'ordine, espressione di passività potenziali che in una prospettiva di cessazione aziendale potrebbero diventare effettive ed incrementare il capitale di terzi, aggravando lo stato debitorio dell'azienda.

Caso 1 - Analisi della liquidità e della solidità patrimoniale

Lo schema riportato rappresenta lo stato patrimoniale finanziario dell'esercizio 2002 di una società finanziaria a capo di un importante gruppo industriale (tavola 3.8).

Tavola 3.8 - Stato patrimoniale finanziario - esercizio 2002

Impieghi	31/12/2002		31/12/2001	
Immobilizzazioni				
Immateriali				
Costi di impianto e ampliamento	48.661		129.960	
Materiali				
Altri beni	48.179		44.478	
Finanziarie				
Partecipazioni	915.785.741		865.819.500	
Crediti verso altri	15.927		16.494	
Altri titoli				
Commerciali				
Crediti verso controllate	–		477.302.190	
Totale Immobilizzazioni	916.380.050	46%	1.343.658.805	70%
Attivo circolante				
Ratei e risconti	1.228.312		2.706.333	
Crediti				
Crediti verso controllate	1.053.025.789		563.145.231	
verso altri	6.692.297		11.311.069	
Disponibilità liquide	2.335.587		34.660	
Totale Attivo circolante	1.063.281.985	54%	577.197.293	30%
Totale Impieghi	1.979.662.035	100%	1.920.856.098	100%
Passivo e Netto				
Patrimonio netto	931.324.989	47%	910.322.946	47%
Passività Consolidate				
Trattamento di fine rapporto	206.130		164.632	
Debiti obbligazionari	258.228.450		361.519.829	
Debiti verso controllate	56.328.456		626.254.149	
Totale Passività Consolidate	314.763.036	16%	987.938.610	51%
Passività Correnti				
Fondi rischi	246.386		246.386	
Debiti obbligazionari	103.291.380		–	
Debiti verso banche	8.207.351		2.474.430	
Debiti verso fornitori	656.250		679.431	
Debiti verso controllate	608.528.643		858.725	
Debiti verso controllanti	3.913.699		3.794.757	
Debiti tributari	278.562		110.258	
Debiti verso istituti di previdenza	62.455		53.314	
Altri debiti	591.096		674.351	
Ratei e risconti	7.798.188		13.702.890	
Totale Passività Correnti	733.574.010	37%	22.594.542	1%
Totale Fonti di finanziamento	1.979.662.035	100%	1.920.856.098	100%
Conti d'ordine				
Garanzie a favore di controllate	691.623.765		646.042.041	
Creditori per titoli da acquistare	618.000		801.407	

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.2. L'analisi della solvibilità aziendale

Si noterà che l'azienda presenta una situazione di liquidità positiva sebbene con un pesantissimo peggioramento rispetto al precedente esercizio, infatti l'indice di liquidità secca (che in questo caso coincide con l'indice di struttura corrente, data la mancanza di rimanenze) assume i seguenti valori:

	31/12/2002	31/12/2001
Indice di liquidità secca	1,45	25,55

Le ragioni della perdita di liquidità vanno ricercate nella crescita di passività correnti legate a debiti infragruppo ed a prestiti obbligazionari rimborsabili entro l'esercizio successivo al bilancio, nonostante all'interno dell'attivo circolante aumentino i crediti commerciali infragruppo.

Dal punto di vista della correlazione Fonti-Impieghi l'azienda non presenta problemi:

	31/12/2002	31/12/2001
Indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche	1,02	1,05

Proviamo quindi a verificare la solidità patrimoniale costruendo il capitale netto di garanzia. In questo caso si suppone che le perdite di liquidazione siano le seguenti:

	31/12/2002	31/12/2001
Costi di impianto e ampliamento	48.661	129.960
Partecipazioni in controllate e collegate	915.785.741	865.819.500
Crediti verso controllate esigibili oltre l'esercizio successivo	-	477.302.190
Crediti verso controllate esigibili entro l'esercizio successivo	1.053.025.789	563.145.231
Debiti verso controllate esigibili oltre l'esercizio successivo	-56.328.456	-626.254.149
Debiti verso controllate esigibili entro l'esercizio successivo	-608.528.643	-858.725
<i>Totale Perdite di Liquidazione</i>	<i>1.304.003.092</i>	<i>1.279.284.007</i>

Per la determinazione della perdite di liquidazione sono state ritenute fortemente condizionanti le voci collegate al gruppo: sia partecipazioni che crediti commerciali (considerati prudenzialmente solo per l'importo eccedente rispetto ai debiti verso controllate e collegate).

	31/12/2002	31/12/2001
Capitale netto di garanzia	0,71	0,71

In tutti e due gli esercizi il valore del capitale netto di garanzia segnala la necessità di una ricapitalizzazione aziendale pari circa al 30% delle perdite di liquidazione presunte. La situazione in realtà potrebbe essere ancora più pesante se tramutassimo in passività effettive anche le garanzie prestate a favore di terzi.

Il gruppo oggetto di questo caso è stato investito da una profonda crisi nell'anno 2003.

3.3. L'ANALISI DEL FABBISOGNO DI FINANZIAMENTO

La gestione del fabbisogno di finanziamento aziendale, non può essere considerata un campanello d'allarme da osservare per evitare stati di crisi, quanto piuttosto una leva gestionale da manovrare per prevenire il formarsi di squilibri che possono degenerare in una crisi.

In questo senso è importante acquisire consapevolezza della misura in cui le differenti aree gestionali (ovvero i cicli operativi) generano fabbisogno finanziario, per la cui copertura l'azienda decide di accendere dei finanziamenti.

Questa consapevolezza può fornire al management preziose indicazioni per intervenire, se necessario, sull'importo del fabbisogno di finanziamento, ovvero per selezionare le alternative di copertura in maniera più razionale.

La misurazione del fabbisogno finanziario generato dalle aree aziendali più significative è offerta dall'utilizzo di uno schema di stato patrimoniale che classifica impieghi e fonti per destinazione oltre che per natura, all'interno di un prospetto scalare (in cui gli impieghi sono classificati con segno positivo e le fonti con segno negativo). Tale schema (*tavola 3.9*) prende il nome di stato patrimoniale gestionale (o di pertinenza gestionale).

Le aree più comunemente utilizzate per classificare gli impieghi e le fonti sono le seguenti:

- gestione operativa commerciale: raggruppa gli impieghi e le fonti collegate ai processi di acquisizione di fattori produttivi correnti, realizzazione e vendita prodotti finiti, vendita (rimanenze di magazzino e crediti v/clienti per gli impieghi e debiti v/fornitori per le fonti);
- gestione operativa corrente: oltre agli impieghi e fonti considerati al punto precedente (la gestione commerciale infatti è una sotto-categoria di questa area gestionale) si considerano gli altri impieghi e fonti collegate alla parte corrente della gestione caratteristica²⁰;
- gestione operativa strutturale: che comprende tutti i fattori produttivi pluriennali (o strutturali) coinvolti nella gestione caratteristica (sia immobilizzazioni materiali che immateriali che finanziarie) e le relative fonti di finanziamento spontanee (debiti v/fornitori di immobilizzazioni e fondo TFR);
- gestione accessoria: questa area accoglie eventuali impieghi e fonti coinvolti in attività operative estranee alla gestione caratteristica (es. Immobili concessi in locazione, partecipazioni non inerenti l'attività caratteristica, attività finanziarie non classificabili come *cash equivalents*);
- gestione finanziaria: comprende con segno positivo la liquidità immediata ed i *cash equivalents* e con segno negativo i debiti finanziari (non classificati in relazione al loro periodo di scadenza).

²⁰ Crediti e debiti diversi (se inerenti fattori produttivi correnti), crediti/debiti verso erario per IVA o per imposte sul reddito, crediti/debiti verso i dipendenti (escluso il fondo TFR), ratei e risconti (se inerenti fattori produttivi correnti), ecc.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.3. L'analisi del fabbisogno di finanziamento

Per la costruzione di questo schema occorre tener presente che:

- non sono rilevanti classificazioni basate su criteri temporali (come quelle utilizzate per la costruzione dello stato patrimoniale finanziario);
- per la classificazione degli impieghi occorre possedere informazioni di dettaglio sulle destinazioni gestionali di immobilizzazioni o di impieghi correnti;
- per la classificazione delle fonti occorre distinguere innanzitutto il capitale netto dai debiti (capitale di terzi). Questi ultimi a loro volta sono distinti in debiti spontanei (o di funzionamento) e debiti esplicitamente onerosi (o di finanziamento). I debiti di finanziamento si formano a seguito di un processo di esplicita negoziazione dell'importo da finanziare, del costo del finanziamento e delle modalità di restituzione, al contrario i debiti di funzionamento nascono «spontaneamente» parallelamente allo svolgimento di un processo operativo (es. i debiti verso fornitori si formano durante i processi di acquisizione). I debiti di funzionamento sono classificati nelle aree operative (corrente, strutturale o accessoria) a seconda della pertinenza, mentre i debiti di finanziamento sono interamente collocati nell'area finanziaria.

In questa configurazione di stato patrimoniale, gli impieghi, nelle diverse aree in cui sono stati destinati, rappresentano le cause generatrici del fabbisogno finanziario²¹, mentre i debiti di funzionamento esprimono la quota di copertura di tale fabbisogno, creatasi fisiologicamente all'interno della stessa area.

Ponendo impieghi e fonti in un prospetto scalare, la loro somma algebrica esprime pertanto il fabbisogno finanziario residuo (se positivo) o l'eccedenza di fonti finanziarie spontanee rispetto al fabbisogno dell'area (se negativo).

La somma progressiva di tutti i fabbisogni finanziari residui (il capitale investito netto globale) rappresenta l'importo che deve essere coperto ricorrendo ai debiti finanziari ed al capitale proprio; da qui l'importanza di questo strumento: un'azienda che ha intenzione di ridurre il proprio indebitamento può innanzitutto provare a ridurre, o comunque a limitare la crescita, dei fabbisogni di finanziamento residui generati all'interno di ciascuna area gestionale.

Il primo dei risultati intermedi, il capitale circolante netto commerciale, è costruito considerando esclusivamente investimenti e fonti spontanee generate dal ciclo operativo aziendale: crediti e debiti commerciali e rimanenze di magazzino. Si ritiene significativo distinguere quest'area all'interno della gestione operativa corrente in quanto il fabbisogno finanziario generato dalla gestione commerciale, a differenza degli altri risultati intermedi, può essere, entro certi limiti, manovrato agendo su specifiche leve gestionali: i tempi medi.

In teoria infatti, a parità di condizioni, una modifica in diminuzione nella durata dei crediti o delle scorte comporta una minore giacenza media di tali fattori e pertanto un minore fabbisogno di finanziamento. Nella stessa direzione un innalzamento dei tempi di pagamento dei debiti commerciali comporta un aumento del grado di copertura del fabbisogno finanziario commerciale da parte delle fonti spontanee e quindi una ridu-

²¹ Di conseguenza il fabbisogno finanziario complessivo di ogni area è dato dal valore totale degli impieghi destinati al suo interno.

Tavola 3.9 - Stato patrimoniale gestionale²²

Crediti commerciali (+) Magazzino (-) Debiti commerciali <i>Capitale circolante netto commerciale</i>	Gestione operativa corrente
(+) Crediti diversi operativi correnti (-) Debiti diversi operativi correnti <i>Capitale circolante netto operativo corrente</i>	
(-) Fondo TFR (+) Immobilizzazioni Materiali (+) Immobilizzazioni Immateriali (+) Partecipazioni ed altri impieghi caratteristici <i>Capitale investito netto operativo</i>	Gestione operativa strutturale
(+) Attività legate alla gestione accessoria (-) Debiti «spontanei» della gestione accessoria <i>Capitale investito netto globale</i>	Area Accessoria
(+) Liquidità immediate e <i>cash equivalents</i> (-) Debiti finanziari	Area Finanziaria
<i>Capitale netto</i>	

zione del fabbisogno finanziario residuo. Occorre tuttavia considerare che nella pratica questa possibilità di manovra è valida solo entro livelli di operatività superiori rispetto a quelli fisiologici del settore, in tal senso per esempio la riduzione dei tempi medi di incasso trova un limite nel livello medio di dilazione concessa dalla generalità dei concorrenti: scendere al di sotto di tale valore, potrebbe comportare per l'azienda una perdita di competitività tale da compensare l'effetto positivo prodotto sul fabbisogno finanziario.

Il fabbisogno finanziario residuo calcolato per le rimanenti aree gestionali, invece, risulta meno manovrabile, nel senso che il suo importo è condizionato da nuovi investimenti (o disinvestimenti) ed eventualmente da incrementi (o rimborsi) di debiti di funzionamento.

Un'ultima considerazione riguarda la sezione dei debiti finanziari. I debiti finanziari sono parzialmente rettificati dell'importo delle liquidità immediate (eventualmente comprensive dei *cash equivalents*). La ragione che porta a collocare le liquidità immediate nella sezione dei debiti finanziari è legata al loro inquadramento come fattore produttivo

²² Tratto, con alcuni adattamenti, da: L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, 2003. pag. 28.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.3. L'analisi del fabbisogno di finanziamento

vo generico, come tale utilizzabile per l'acquisizione di fattori produttivi specifici potenzialmente riconducibili a tutte le aree di investimento dello Stato patrimoniale gestionale. Pertanto la scelta più corretta può apparire quella di collocare queste disponibilità nell'area finanziaria quasi ad evidenziare che in qualunque momento queste risorse potrebbero essere utilizzate a riduzione dell'indebitamento.

D'altro lato, aspetto forse maggiormente significativo, questo modo di procedere consente di evidenziare la posizione finanziaria netta aziendale, un indicatore estremamente diffuso che sintetizza in un valore unico, il risultato combinato della capacità aziendale di generare *cash flow* e la tendenza ad aumentare o diminuire l'indebitamento finanziario. La dinamica finanziaria di un'azienda generalmente può essere sintetizzata attraverso la valutazione del solo *cash flow*: se il fondo delle liquidità immediate di un'azienda si è incrementato rispetto al periodo precedente la gestione finanziaria può senza dubbio valutarsi positivamente. Ma tale giudizio può essere mantenuto anche nel caso in cui l'incremento di fondi liquidi sia avvenuto in concomitanza con la crescita dei debiti finanziari? Ovvero in caso contrario può giudicarsi negativa la gestione finanziaria di un'azienda che riduce le liquidità rispetto al precedente esercizio riducendo contestualmente l'indebitamento finanziario?

La posizione finanziaria netta valuta in maniera combinata i due aspetti: liquidità ed indebitamento finanziario: un aumento della posizione finanziaria netta può senza dubbio definirsi un fattore negativo, mentre può senza dubbio esserne valutata positivamente la riduzione.

La posizione finanziaria netta può essere inoltre calcolata in maniera complessiva, comprendendo cioè l'intero ammontare dei debiti finanziari, o in alternativa possono essere isolate le componenti a medio-lungo e breve termine.

In questo caso la posizione finanziaria a medio-lungo termine evidenzierà il totale dei debiti finanziari di medio-lungo periodo, mentre la posizione finanziaria netta a breve sarà calcolata come differenza tra le liquidità immediate ed i debiti finanziari in scadenza nel breve periodo. La posizione finanziaria netta complessiva potrà essere ottenuta sommando i due indicatori parziali.

Caso 2 - Analisi del fabbisogno finanziario e della posizione finanziaria netta

Il prospetto qui presentato, tratto dall'annual report 2003 del gruppo AEM, è un ottimo esempio di Stato patrimoniale gestionale che ha il pregio di fornire nella sezione sottostante, una chiara informativa sulle determinanti della posizione finanziaria netta, in questo caso distinta anche nelle componenti a lungo ed a breve termine (*tavola 3.10*). Volendo provare, a titolo di esempio, a fornire una chiave interpretativa dei valori evidenziati da questo schema possiamo osservare che:

- la parte corrente della gestione si «autofinanzia» generando fonti spontanee superiori agli impieghi: sebbene in misura non significativa il 2003 segna una riduzione dovuta probabilmente alla crescita dei crediti commerciali che hanno generato fabbisogno di finanziamento aggiuntivo rispetto all'esercizio precedente;
- il fabbisogno finanziario residuo dell'area operativa strutturale cresce a causa di

investimenti che riguardano tutta l'area delle immobilizzazioni, immateriali, materiali e finanziarie);

- complessivamente il fabbisogno finanziario residuo di AEM nel 2003 cresce di circa 200 milioni (variazione del totale capitale investito netto) e viene quasi interamente coperto dall'aumento del capitale netto che rappresenta il «principale finanziatore» aziendale in quanto copre quasi il 54% del fabbisogno;
- la posizione finanziaria netta complessiva segna solo un leggerissimo incremento, tuttavia al suo interno si evidenzia un incremento, grosso modo di pari importo, delle disponibilità liquide e dell'indebitamento finanziario complessivo, aspetto che probabilmente provoca una riduzione di performance economica dovuta ad un maggiore appesantimento degli oneri finanziari.

Tavola 3.10 - Stato patrimoniale gestionale

	Bilancio consolidato al 31.12.2003			Bilancio consolidato al 31.12.2002		
	Parziali	Totali	%	Parziali	Totali	%
CAPITALE INVESTITO						
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	191.334.985		7,50	168.985.648		7,21
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI						
Valore lordo	2.477.527.039		97,16	2.335.887.798		99,63
(Fondo ammortamento)	(330.046.542)		(12,94)	(270.608.000)		(11,54)
	2.147.480.497			2.065.279.798		88,09
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE						
Partecipazioni	466.685.976		18,30	369.519.439		15,76
Altri crediti	409.534		0,02	5.890.334		0,25
Depositi cauzionali	254.387		0,01	304.103		0,01
(Fondi rischi ed oneri)	(134.542.433)		(5,28)	(110.072.316)		(4,70)
(Trattamento di fine rapporto)	(68.483.964)		(2,69)	(68.060.803)		(2,90)
* CAPITALE IMMOBILIZZATO NETTO	2.603.138.982		102,09	2.431.846.203		103,73
Rimanenze	48.263.714		1,89	48.023.265		2,05
Crediti a breve	548.659.187		21,52	499.466.436		21,30
Ratei e risconti attivi	16.748.903		0,66	1.760.778		0,08
(Debiti verso fornitori)	(322.645.505)		(12,65)	(336.619.432)		(14,36)
(Altri debiti)	(305.605.278)		(11,99)	(267.985.723)		(11,43)
(Ratei e risconti passivi)	(38.716.340)		(1,52)	(32.039.513)		(1,37)
* CAPITALE DI FUNZIONAMENTO	(53.295.319)		(2,09)	(87.394.189)		(3,73)
** TOTALE CAPITALE INVESTITO		2.549.843.663	100,00		2.344.452.014	100,00

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.4. L'analisi economica

		Bilancio consolidato al 31.12.2003			Bilancio consolidato al 31.12.2002		
		Parziali	Totali	%	Parziali	Totali	%
	FONTE DI COPERTURA						
*	TOTALE PATRIMONIO NETTO	1.366.351.772		53,59	1.182.024.202	50,42	
	Crediti finanziari immobilizzati	243.381.630		9,54	5.255.357	0,22	
	(Debiti finanziari immobilizzati)	1.298.391.545		50,92	821.800.606	35,05	
(1)	TOTALE POSIZIONE FINANZIARIA OLTRE L'ESERCIZIO SUCCESSIVO	1.055.009.915		41,38	816.545.249	34,83	
	Crediti finanziari entro l'esercizio successivo	7.680.358		0,30			
	Disponibilità liquide	375.369.729		14,72	60.365.023	2,57	
	(Debiti finanziari entro l'esercizio successivo)	511.532.063		20,06	406.247.586	17,33	
(2)	TOTALE POSIZIONE FINANZIARIA ENTRO L'ESERCIZIO SUCCESSIVO	128.481.976		5,04	345.882.563	14,75	
*	TOTALE POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (1+2)	1.183.491.891		46,41	1.162.427.812	49,58	
**	TOTALE FONTE		2.549.843.663	100,00		2.344.452.014	100,00

3.4. L'ANALISI ECONOMICA

L'analisi delle cause determinanti la formazione del risultato economico è utile, in particolare, nei casi in cui si teme una crisi aziendale produca perdite economiche progressivamente più consistenti che potrebbero sfociare in una crisi finanziaria.

Dal punto di vista economico i sintomi più importanti di una crisi in atto sono senz'altro riconducibili alla progressiva riduzione di fatturato (eventualmente accompagnata da un incremento delle rimanenze di magazzino) e la riduzione del risultato netto.

Per la costruzione di un report che consenta di analizzare la dinamica di formazione del risultato economico, è opportuno innanzitutto classificare costi e ricavi in categorie rappresentative dei principali ambiti di attività aziendale:

- area operativa (o caratteristica), raccoglie ricavi legati ai processi tipici di vendita di prodotti o servizi, ed i costi collegati con l'utilizzo dei fattori produttivi necessari;
- area accessoria (o extra-caratteristica), include ricavi e costi collegati con attività di investimento estranee all'attività operativa;
- area finanziaria, accoglie principalmente costi, ed in misura marginale ricavi, generati da attività di copertura del fabbisogno finanziario residuo dell'azienda;

- area straordinaria, comprende costi e ricavi generati da eventi non prevedibili;
- area tributaria, accoglie i valori (principalmente costi), collegati alle imposte sul reddito.

In condizioni normali l'area caratteristica dovrebbe generare la parte più consistente del risultato economico, pertanto su di essa si concentrano le analisi di efficienza ed efficacia. L'area accessoria in realtà non è frequentemente utilizzata, soprattutto nelle aziende di grandi dimensioni, caratterizzate da attività gestionali ampie e diversificate, che rendono probabilmente più complicato stabilire i confini tra attività caratteristica ed attività accessoria. Di conseguenza spesso tali componenti economiche sono classificate all'interno dell'area caratteristica ovvero dell'area finanziaria, soprattutto per quel che riguarda i proventi da investimenti finanziari.

Ricordiamo che non è intenzione in questa sede fornire giudizi assoluti sulle scelte di classificazione dei valori, l'aspetto rilevante riguarda piuttosto la coerenza tra la definizione dei confini operativi delle aree che si utilizzano per classificare le attività aziendali e l'attribuzione di ricavi e costi.

Solo in questo modo l'analisi del conto economico può fornire un efficace punto di partenza per la ricerca delle variabili responsabili dell'equilibrio (o del disequilibrio) economico.

Il conto economico gestionale è pertanto costruito ponendo in sequenza le aree caratteristica, finanziaria e tributaria, eventualmente integrate dalle aree accessoria e straordinaria, che sono utilizzate solo in caso di necessità.

I saldi delle singole aree sommati progressivamente forniscono la possibilità di analizzare il contributo delle singole aree gestionali alla formazione del risultato economico complessivo (*tavola 3.11*).

Tavola 3.11 - Schema di conto economico gestionale

ricavi gestione caratteristica – costi della gestione caratteristica
risultato operativo caratteristico
+/- ricavi e costi accessori
= risultato operativo globale
-/+ oneri netti finanziari
= risultato ordinario
+/- ricavi e costi straordinari
= risultato pre-imposte
– oneri tributari
= risultato netto

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.4. L'analisi economica

I vari schemi di conto economico gestionale sono essenzialmente riconducibili a tre configurazioni, caratterizzate da diversi criteri di classificazione dei costi nell'area caratteristica:

- conto economico a costi e ricavi della produzione ottenuta, che classifica i costi in interni ed esterni;
- conto economico a costi e ricavi del venduto, che classifica i costi per destinazione con riferimento ai più rilevanti centri di responsabilità coinvolti nell'area operativa;
- conto economico marginalistico, che classifica i costi in fissi e variabili.

Ogni configurazione di conto economico dovrebbe essere utilizzata per soddisfare particolari scopi conoscitivi, occorre tuttavia sottolineare che, come peraltro affermato a proposito degli altri strumenti presentati, l'efficace applicazione dell'analisi di efficienza ed efficacia economica è basata sulle possibilità di comparazione dei valori aziendali nel tempo e nello spazio: solo il confronto, infatti, è in grado di evidenziare i fattori produttivi o le aree aziendali responsabili di perdite di competitività o di efficienza.

In questo senso pertanto la scelta della configurazione del conto economico dipende in larga parte dalla necessità di omogeneizzare dati interni (estremamente flessibili nei criteri di classificazione e nei livelli di sintesi/dettaglio) ad informazioni di *benchmark* esterne, relative a concorrenti o a medie di settore, che sono forniti con criteri di classificazione e con livelli di dettaglio difficilmente modificabili.

3.4.1 Il conto economico a costi e ricavi della produzione ottenuta

Il conto economico a costi e ricavi della produzione ottenuta visualizza in termini economici il valore dei prodotti realizzati nel periodo (a prescindere dal fatto che siano stati venduti oppure no) ed il costo dei fattori produttivi a tale scopo consumati. Il risultato della gestione caratteristica si ottiene per differenza tra questi due aggregati di valore.

La stima del valore economico della produzione ottenuta si realizza sommando:

- i ricavi di vendita (al netto di abbuoni, sconti e resi), espressione del flusso di produzione venduta, valorizzata ai prezzi di vendita;
- la variazione del magazzino prodotti finiti, semilavorati ed in corso di lavorazione espressione della produzione realizzata nell'esercizio e non venduta (se di segno positivo), ovvero della produzione venduta nel periodo ma realizzata in periodi precedenti (se di segno negativo), in ogni caso valorizzata al costo di produzione;
- eventuali incrementi per costruzioni in economia che rappresentano il risultato di processi produttivi con destinazione interna.

Crediamo opportuno sottolineare che il valore della produzione ottenuta rappresenta la traduzione in termini economici dei processi di produzione realizzati nel corso del periodo a cui il conto economico è riferito, di conseguenza è opportuno (per dare significatività al conto economico) che i costi della produzione realizzata siano riferiti al medesimo complesso di attività produttive: in questo senso i costi della produzione ottenuta rappresenteranno il valore economico del consumo di tutti i fattori produttivi utilizzati nei processi produttivi caratteristici.

In questo schema la classificazione dei costi non presenta rilevanti problemi: in gene-

rale i costi di competenza sono già idonei a rappresentare il consumo dei relativi fattori produttivi, fatta eccezione per le materie prime, il cui consumo andrà ottenuto sottraendo al costo di acquisto netto la variazione delle rimanenze di magazzino²³.

I costi della produzione ottenuta possono ulteriormente essere classificati in due categorie:

- costi interni, relativi ai fattori «strutturali» che devono preesistere rispetto all'avvio dei processi produttivi, ovvero struttura tecnica (immobilizzazioni) e struttura organizzativa (costi del personale);
- costi esterni, relativi ai fattori produttivi correnti di cui l'azienda si approvvigiona sul mercato.

Questo criterio di classificazione permette di determinare all'interno dell'area caratteristica due risultati intermedi:

- il valore aggiunto;
- il margine operativo lordo.

Il valore aggiunto si ottiene sottraendo il totale dei costi esterni al valore della produzione ottenuta.

Rappresenta il valore incrementale dei prodotti finiti, creato dalla struttura interna rispetto al valore intrinseco dei fattori produttivi «esterni» a tale scopo utilizzati.

Il margine operativo lordo invece si ottiene sottraendo al valore aggiunto i costi del personale (*tavola 3.12*).

Tavola 3.12 - Conto economico a costi e ricavi della produzione ottenuta

<p><i>valore della produzione ottenuta</i> – costi esterni = <i>valore aggiunto</i> (costi del personale) = <i>margine operativo lordo (EBITDA *)</i> – costi della struttura tecnica = <i>risultato operativo caratteristico (EBIT)</i></p>
--

(*) EBITDA è l'acronimo di Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization.

Rispetto ai fini informativi considerati in quest'ambito, il valore aggiunto può essere utilizzato esclusivamente come metro di confronto, a condizione che le aziende comparate abbiano il medesimo livello di integrazione verticale. Il suo valore, infatti, dipende dal grado di utilizzo di fattori produttivi esterni che sono ovviamente condizionati da decisioni di *outsourcing* dei processi produttivi. In ogni caso comparare il valore aggiunto di due aziende concorrenti, senza considerare contestualmente anche il risultato operativo caratteristico potrebbe ovviamente essere fuorviante.

²³ Con riferimento alle materie prime occorre tenere presente che, in contabilità generale viene originariamente considerato il costo relativo al momento dell'acquisto, e non relativo al consumo. Da un punto di vista gestionale tuttavia l'acquisto non è un aspetto significativo in quanto non correlato in nessun modo con il flusso della produzione ottenuta.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.4. L'analisi economica

Il margine operativo lordo invece, sebbene in parte soffra degli stessi limiti informativi del valore aggiunto (in quanto non può essere analizzato isolatamente, ma solo in associazione con il risultato operativo caratteristico), può fornire delle informazioni aggiuntive: in effetti, si può notare come tutti i costi considerati per la sua determinazione (costi esterni e costi del personale) possono definirsi «monetari», nel senso che come contropartita contabile presentano un movimento di natura finanziaria (un esborso di cassa o la nascita di un debito). Di conseguenza laddove il valore della produzione rappresenti (analizzato con riferimento alle sue contropartite finanziarie) il potenziale afflusso di cassa prodotto dall'area caratteristica, il margine operativo lordo misura il differenziale tra potenziali entrate e potenziali uscite, quindi di conseguenza il potenziale flusso di cassa netto caratteristico o, per essere più precisi il flusso di capitale circolante netto caratteristico.

Questa doppia chiave di lettura fornita dal M.O.L. consente quindi di integrare l'analisi del risultato economico con aspetti che riguardano la capacità dell'area caratteristica di generare liquidità. Spesso infatti il margine operativo lordo è posto come grandezza di riferimento per la costruzione di rendiconti finanziari con il metodo indiretto.

A tale scopo è ovviamente necessario classificare tutti i costi non monetari (ammortamenti ed accantonamenti) al di sotto del margine operativo lordo.

Il conto economico a costi e ricavi della produzione ottenuta è quello che presenta il minor costo informativo, nel senso che generalmente può essere costruito utilizzando un bilancio pubblico. Questa caratteristica, di fatto, rende lo schema in oggetto uno dei più utilizzati soprattutto nei casi in cui c'è necessità di confrontare le performance aziendali con realtà esterne (di cui si dispone esclusivamente il bilancio «pubblico»).

In realtà questa caratteristica viene un po' stemperata per quelle aziende che sono obbligate a redigere i bilanci d'esercizio e consolidati applicando i principi contabili internazionali IAS/IFRS: in questo caso infatti per il conto economico è offerta la possibilità di offrire una classificazione dei costi operativi per natura (criterio utilizzato nel presente schema) ovvero per destinazione (criterio che caratterizza il conto economico a costi e ricavi del venduto oggetto del paragrafo seguente).

In ogni caso si sottolinea che un efficace confronto «orizzontale», realizzato cioè su aziende diverse, dovrebbe principalmente basarsi sull'analisi delle incidenze percentuali piuttosto che sul confronto dei valori assoluti, soprattutto quando le aziende analizzate gestiscono volumi di attività significativamente differenti.

Le incidenze percentuali sono costruite prendendo come riferimento il valore della produzione ottenuta (ovvero i ricavi di vendita se si utilizza uno schema a costi e ricavi del venduto).

Caso 3 - Analisi economica competitiva

Nella *tavola 3.13* si confrontano le *performance* di un'azienda operante nel settore alimentare con i suoi quattro principali *competitors*. L'azienda (Halim) guadagna efficienza rispetto ai concorrenti in tutti i casi in cui l'incidenza percentuale del costo è inferiore (es. consumi di materie prime) rispetto ai concorrenti "a", "c", "d"; mentre l'azienda sarà inefficiente in caso contrario.

Il caso mostra che l'azienda ha probabilmente optato per una politica produttiva maggiormente votata all'internalizzazione dei processi produttivi, ciò è evidenziato dalle più elevate incidenze percentuali di ammortamenti e costo del lavoro, di conseguenza si evidenzia un valore aggiunto più elevato, causato dal minore ricorso a fattori produttivi esterni. Al momento la scelta sembra essere molto remunerativa in quanto la Halim presenta una redditività operativa più elevata rispetto alla media dei concorrenti.

Tavola 3.13 - Dati di performance

	Halim	Competitors			
		a	b	c	d
fatturato netto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
consumi di esercizio	45,4	51,1	38,3	52,9	65,3
altri costi esterni	23,6	24,8	34,3	21,8	20,1
valore aggiunto	30,9	24,1	27,4	25,3	14,6
costo del lavoro	17,0	17,0	16,2	16,5	10,3
ammortamenti	5,7	4,6	3,6	5,9	4,6
risultato operativo	8,2	2,5	7,6	2,9	(0,3)

3.4.2 Il conto economico a costi e ricavi del venduto

Questo schema di conto economico si caratterizza rispetto al precedente per due aspetti:

- si focalizza sui processi di vendita, tralasciando gli aspetti produttivi;
- adotta una classificazione dei costi caratteristici per destinazione.

La focalizzazione sull'aspetto di vendita piuttosto che sull'aspetto della produzione probabilmente supera alcuni limiti del conto economico a costi e ricavi della produzione ottenuta. Innanzitutto si concentra maggiormente sull'efficacia gestionale, perché mostra il risultato economico prodotto dalle «effettive» attività di vendita, escludendo quindi la parte di «vendite potenziali» costituite dalla produzione non venduta. Anche in questo caso i costi operativi esprimono consumi di fattori produttivi, correlati però con le quantità vendute e non con le quantità prodotte, evidenziando così lo «sforzo commerciale» compiuto dall'azienda per ottenere un certo risultato economico.

In secondo luogo questo schema può ritenersi in parte più oggettivo, quanto meno nella sezione iniziale: nel precedente schema il valore della produzione ottenuta, infatti, è calcolato aggiungendo ai ricavi netti di vendita (valore tendenzialmente oggettivo in quanto misurato come contropartita a valori finanziari), la variazione del magazzino

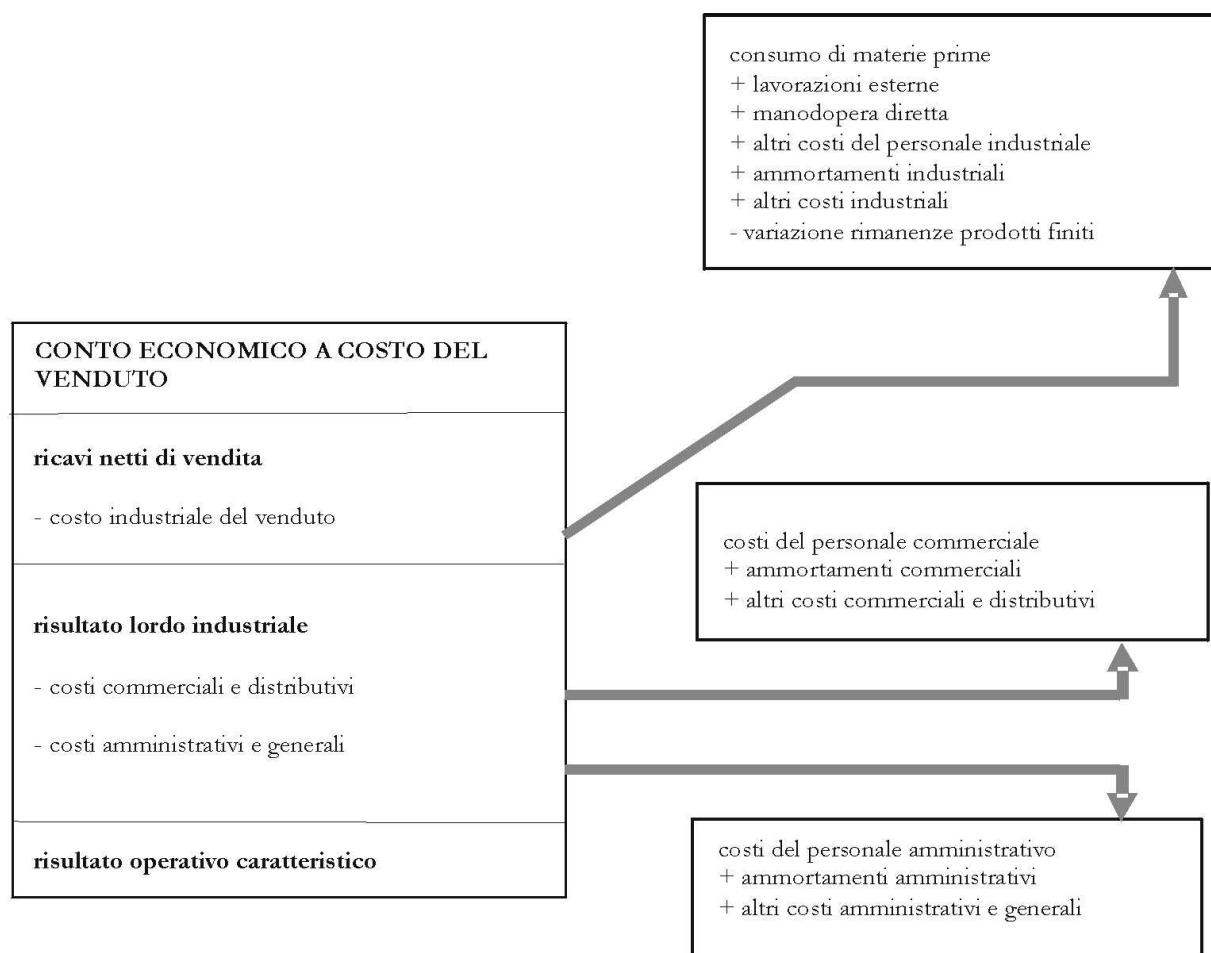
3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.4. L'analisi economica

prodotti finiti, ottenuta attraverso un processo di stima e pertanto caratterizzata da un livello di oggettività inferiore.

Adottare un criterio di classificazione per destinazione, implica la scomposizione dell'attività caratteristica nelle attività più rilevanti (industriale, commerciale, logistica, amministrativa, ecc.), o comunque nei centri di responsabilità coinvolti, allo scopo di attribuire a ciascuna categoria i costi dei fattori produttivi direttamente consumati (tavola 3.14).

Tavola 3.14 - Conto economico a costi e ricavi del venduto



Con questo criterio l'analisi del risultato economico acquista estrema significatività, in quanto non solo è possibile individuare i fattori produttivi il cui costo ha determinato un guadagno o una perdita di efficienza, ma è anche possibile individuare il centro direttamente responsabile della sua gestione. Laddove l'analisi del conto economico sia condotta allo scopo di evidenziare delle leve di manovra utili al miglioramento o al

consolidamento del risultato, è evidente come questo schema sia molto più efficace rispetto allo schema a costi e ricavi della produzione ottenuta.

Di contro, il costo informativo può risultare estremamente elevato: la classificazione dei costi per destinazione è, infatti, collegata con la possibilità di rielaborare i movimenti di contabilità generale, solitamente rilevati utilizzando la classificazione per natura.

La rielaborazione può essere ottenuta successivamente all'inserimento originario, attraverso l'utilizzo di una contabilità per centri di costo collegata con la contabilità generale, ovvero contestualmente all'inserimento originario attraverso l'utilizzo di un piano dei conti creato utilizzando un duplice criterio di classificazione dei costi, per destinazione e per natura. Quest'ultima soluzione appare tuttavia meno praticabile della prima in quanto può portare ad un'eccessiva proliferazione dei conti con conseguenti difficoltà di funzionamento della contabilità generale per aumento del numero di rilevazioni e per problemi di selezione dei conti da utilizzare nelle singole rilevazioni.

In ogni caso la possibilità di utilizzo di questo schema risulta preclusa nei casi in cui le informazioni di *benchmark* esterne non sono classificate per destinazione: per le ragioni suesposte le sole informazioni contenute nei bilanci pubblici, a meno che non siano già fornite adottando una classificazione per destinazione (consentita dai principi contabili internazionali (IAS/IFRS) non ne rendono assolutamente possibile la costruzione.

3.4.3 Il conto economico marginalistico

Questo schema può essere costruito utilizzando come base di partenza uno dei due schemi descritti precedentemente e distinguendo i costi caratteristici in fissi e variabili. Si definiscono variabili quei costi il cui valore complessivo varia al variare di una grandezza di riferimento (definita *driver* di costo), al contrario sono fissi quei costi il cui importo complessivo non varia in conseguenza a variazioni del *driver*.

Nel caso in cui il conto economico marginalistico venga costruito prendendo come base uno schema a costi e ricavi della produzione ottenuta, implicitamente si opererà per individuare il volume produttivo quale driver di costo, mentre nel caso in cui la base di partenza sarà rappresentata dal conto economico a costi e ricavi del venduto, il *driver* di costo sarà rappresentato dai volumi di vendita (*tavola 3.15*).

Tavola 3.15 - Conto economico marginalistico

<p><i>Ricavi netti di vendita</i></p> <p>– Costi variabili industriali (del venduto)</p> <p>= <i>Margine di contribuzione industriale</i></p> <p>– Costi variabili commerciali</p> <p>= <i>Margine di contribuzione totale</i></p> <p>– Costi fissi</p> <p><i>Risultato operativo caratteristico</i></p>
--

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.4. L'analisi economica

La classificazione basata sulla variabilità dei costi non può essere immune da un certo grado di soggettività: in effetti fatta eccezione per limitati fattori produttivi di chiara collocazione (ad esempio materie prime ed ammortamenti, i primi indubbiamente variabili, i secondi fissi), per molte voci di costo «ibride», laddove il loro importo non giustifichi analisi approfondite per misurare le componenti fisse e variabili, sarà necessario effettuare delle approssimazioni in modo da far prevalere una delle due anime. Si capisce pertanto che il conto economico marginalistico sia poco incline ad essere utilizzato per comparazioni spaziali, anche in questo caso è infatti impossibile riclassificare un conto economico di aziende concorrenti, per cui questo prospetto possiede un ambito di utilizzo esclusivamente interno.

Il conto economico marginalistico risulta estremamente utile per la costruzione di bilanci di simulazione; strumenti di pianificazione e di comunicazione fondamentali soprattutto in fase di risanamenti, crisi o in tutti quei casi che rendono necessaria la redazione di business plan o di piani industriali. In aggiunta la struttura marginalistica è particolarmente idonea a supportare analisi del *break-even point*, modelli di *forecast*, o comunque in tutti i casi in cui è utile stimare l'andamento dei costi (e del risultato caratteristico) in rapporto a variazioni dei volumi di produzione/vendita.

Caso 4 - Analisi del conto economico nelle crisi d'azienda

Di seguito viene presentata a titolo di esempio una rielaborazione del conto economico 2006 di Alitalia, protagonista in questo periodo di una crisi probabilmente classificabile nel II stadio (inefficienza di origine interna o esterna a cui seguono perdite di gravità crescente²⁴). In effetti Alitalia chiude il bilancio 2006 con una rilevante perdita economica, che peraltro comporta una consistente riduzione del patrimonio netto, con conseguente obbligo per gli amministratori (ex art. 2446 del Codice Civile) a prendere provvedimenti entro l'esercizio successivo a meno di non vedere ridotto l'importo del Capitale sociale.

Il conto economico è stato costruito utilizzando un criterio di classificazione per natura, l'unico reso possibile dalle informazioni disponibili nel bilancio di esercizio (redatto in conformità con i principi contabili internazionali IAS/IFRS). Il conto economico di Alitalia è stato posto a confronto con il conto economico 2006 prodotto dal gruppo Air France-KLM che chiude con un risultato positivo. Il confronto potrebbe essere un punto di partenza per avere una visione delle cause della perdita del risultato economico.

In questo caso si nota che le due aziende gestiscono volumi di attività estremamente diversi, in particolare il fatturato di Alitalia è pari a circa 1/5 di quello generato dal gruppo Air France-KLM, di conseguenza il confronto tra i due prospetti può essere realizzato esclusivamente utilizzando le incidenze percentuali (*tavola 3.16*).

²⁴ Si rinvia alla classificazione utilizzata da Guatri in nota n. 3 del presente capitolo.

Tavola 3.16 - Rielaborazione del conto economico 2006 di Alitalia

(valori in milioni di €)	Alitalia		Air France - KLM	
Ricavi	4.661	100%	21.452	100%
Carburante	(1.066)	23%	(3.588)	17%
Manutenzione flotta	(453)	10%	(777)	4%
Spese di traffico e scalo	(971)	21%	(3.218)	15%
Spese di vendita	(615)	13%	(1.232)	6%
Leasing e noleggi	(341)	7%	(637)	3%
Altre prestazioni	(404)	9%	(2.675)	12%
Altre spese operative	(100)	2%	(304)	1%
Costi del personale	(739)	16%	(6.357)	30%
Ammortamenti e svalutazioni	(456)	10%	(1.728)	8%
Risultato operativo caratteristico	(484)	-10%	936	4%
Proventi ed oneri accessori	(18)	0%	519	2%
Risultato operativo globale	(466)	-10%	1.455	7%
Oneri finanziari	(180)	4%	(392)	2%
Proventi finanziari	70	2%	168	1%
Altri oneri e proventi finanziari	(29)	1%	(31)	0%
Risultato ante imposte	(605)	-13%	1.200	6%
Imposte sul reddito	(21)	0%	(256)	1%
Risultato netto	(626)	-13%	944	4%

Proviamo pertanto ad azzardare alcune ipotesi sulle probabili cause di inefficienza di Alitalia (limitate alla sola area caratteristica): Alitalia chiude l'esercizio con una redditività caratteristica negativa (-10%) mentre Air France registra un risultato positivo (+4%). Le due aziende sembrano aver fatto una scelta estremamente differente in relazione all'utilizzo di personale: Air France infatti ha un'incidenza (29%) superiore rispetto ad Alitalia (30% contro 16%). Tuttavia Alitalia sembra offrire retribuzioni medie più elevate: infatti se rapportiamo il costo del personale con il numero medio dei dipendenti in forza nel 2006 (10.110 per Alitalia e 102.422 per Air France-KLM), risulta un costo pro-capite più elevato per Alitalia di quasi il 18% (Costo pro-capite Alitalia € 73.112, Air France-KLM € 62.067). Da sottolineare che rispetto all'esercizio precedente Alitalia ha significativamente ridotto il numero delle unità (- 7.570), mentre Air France-KLM lo ha, seppur di poco, incrementato (+ 345).

Il maggior peso del costo del personale di Air France-KLM è recuperato considerando l'incidenza di tutte le voci di costo collegate a servizi caratteristici (manutenzioni, spese di traffico e scalo, spese di vendita) su cui si registrano delle consistenti efficienze rispetto ad Alitalia. A titolo di esempio, si potrebbe azzardare l'ipotesi che Alitalia abbia preferito adottare scelte di esternalizzazione che si sono rivelate più costose rispetto alle economie di scala che Air France-KLM pare riesca ad ottenere gestendo autonomamente le stesse attività.

Ultimo aspetto da sottolineare è l'efficienza che Air France-KLM registra sul consumo di carburante (17% contro il 23% di Alitalia).

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.5. Gli indicatori di sintesi economico-finanziaria

Il confronto dei due bilanci dovrebbe tuttavia essere integrato con un'analisi temporale dei conti economici delle due aziende che permetta di disegnare anche i *trend* sulle diverse voci di costo al fine di apprezzare segnali di miglioramento o peggioramento che al momento non possono essere considerati.

3.5. GLI INDICATORI DI SINTESI ECONOMICO-FINANZIARIA

L'utilizzo degli indicatori è parte integrante dell'analisi di bilancio, si accompagna (non si sostituisce) alla lettura degli schemi allo scopo di:

- creare relazioni tra valori posti in sezioni differenti di uno stesso prospetto (analisi di liquidità);
- creare relazioni tra valori appartenenti alla stessa sezione di un prospetto (indici di incidenza percentuale, costruiti sia sullo stato patrimoniale che sul conto economico);
- creare relazioni tra valori appartenenti a prospetti diversi (indici di redditività e rotazione/durata);
- creare relazioni tra valori di bilancio e valori esterni al bilancio (indicatori di efficienza del personale);
- creare relazioni tra bilanci di esercizi diversi (indicatori di trend).

Rispetto ai numerosi quadri di indicatori che è possibile calcolare su un bilancio di esercizio, in questo ambito cercheremo di costruire un cruscotto che sia funzionale ad un processo di diagnosi di eventuali stati di crisi. Pertanto si integrano gli indicatori già presentati nei precedenti paragrafi con indici di:

- redditività;
- rotazione/durata;
- efficienza del personale.

3.5.1 Gli indici di redditività

Gli indicatori di redditività sono di solito costruiti ponendo al numeratore un flusso di reddito ed al denominatore un valore *stock* espressione di capitale utilizzato per la generazione del reddito.

I due maggiori indicatori di redditività sono il ROE ed il ROI.

Il ROE (Return on Equity) esprime la redditività del capitale netto:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Risultato netto}}{\text{Capitale netto}}$$

Si tratta di un indicatore utilizzato principalmente da investitori di capitale di rischio attuali o potenziali, per valutare la convenienza dell'investimento in azienda rispetto ad ipotesi di investimento alternative.

La valutazione del ROE pertanto si basa su una comparazione con i tassi di rendimento legati a tali alternative. Nella valutazione della maggiore convenienza occorrerà inter-

pretare i vari coefficienti di rendimento, tenendo conto anche del rischio collegato alle diverse alternative.

Il ROI (Return on Investment) invece si concentra sulla redditività caratteristica:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Risultato operativo caratteristico}}{\text{Capitale investito caratteristico}}$$

L'interpretazione del ROI è collegata a comparazioni spaziali, con *benchmark* di mercato (per misurare il differenziale di redditività rispetto ai concorrenti), e temporali per individuare il *trend* della redditività caratteristica.

Il ROI può essere scomposto in due ulteriori indicatori che permettono di evidenziare delle leve di manovra da utilizzare per migliorare o consolidare la redditività caratteristica:

- il ROS (*Return on Sales*): Risultato caratteristico/Ricavi di vendita;
- il *turnover* degli investimenti: Ricavi di vendita/Capitale investito caratteristico.

Il ROS esprime la redditività dei ricavi di vendita, è collegato con la capacità dei prezzi di vendita di remunerare i costi caratteristici, pertanto il suo miglioramento è legato alla possibilità per l'azienda di aumentare i prezzi di vendita ovvero alla ricerca di efficienze che permettano di ridurre i costi caratteristici.

Il *turnover* degli investimenti invece evidenzia il volume di attività che l'azienda è riuscita a generare attraverso il capitale investito. Di conseguenza un *turnover* troppo basso evidenzia un sotto-utilizzo del capitale investito (o un sovra-dimensionamento) in rapporto al volume di fatturato generato. Il suo miglioramento si collega quindi con aumenti dei volumi di attività (crescita dei ricavi) da realizzare tenendo sotto controllo la crescita del capitale investito (soprattutto nella parte corrente di crediti e magazzino).

Una particolare avvertenza nell'interpretazione del ROI si riferisce al fatto che in realtà si tratta di un indicatore che nella prassi viene calcolato utilizzando numerose varianti (alcuni esempi sono riportati in *tavola 3.17*), quindi può essere opportuno verificare la formula utilizzata prima di procedere alla sua interpretazione.

Tavola 3.17 - Le principali varianti del ROI

ROCE	Return on Capital Employed	EBIT	Valuta la redditività del capitale «effettivamente» impiegato nella gestione
		Totale Impieghi - Liquidità Immedieate	
RONA	Return on Net Assets	EBIT	Crea una correlazione tra la performance economica e la gestione del fabbisogno di finanziamento operativo
		Capitale Investito Netto Operativo	

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.5. Gli indicatori di sintesi economico-finanziaria

ROA	Return on Assets	Risultato netto	Definisce un coefficiente di redditività globale, creando un rapporto tra utili generati e capitale complessivamente investito
		Totale impieghi	
ROTA	Return on Total Net Assets	Ebit - Interessi - Imposte sul reddito	Indica il rendimento generato dal capitale investito valutato al netto di svalutazioni ed accantonamenti per perdite su crediti
		Capitale Investito - Svalutazioni	
ROGIC	Return on Gross Invested Capital	Risultato netto	Si tratta di un indicatore che mira ad esprimere un tasso di redditività non influenzato da politiche di ammortamento e valutazione degli impieghi
		Capitale sociale + Debiti Lordi	
RONIC	Return on New Invested Capital	Δ EBITDA	Viene utilizzato per valutare la convenienza di nuovi progetti che implicano un incremento degli investimenti
		Δ di capitale investito	

In maniera analoga al ROI, anche il ROS può essere calcolato secondo una variante che pone al numeratore l'EBITDA ed al denominatore i ricavi di vendita. In questo modo le politiche di ammortamento ed accantonamento non influiscono sulla misurazione della redditività aziendale.

Alcune di queste varianti nascono allo scopo di porre un freno a tentativi di massimizzazione troppo spinta del ROI (e quindi del ROS e del *turnover*) perseguite limitando gli investimenti da un lato e gli ammortamenti, o più in generale i costi di politica aziendale (*capital expenditures*) con effetto di ottenere perdite di competitività aziendale nel medio-lungo periodo²⁵.

Un ultimo indicatore di redditività utilizzabile in quest'ambito è l'indice di copertura degli oneri finanziari:

$$\text{Indice di copertura degli oneri finanziari} = \frac{\text{Risultato operativo caratteristico}}{\text{Oneri finanziari}}$$

L'indice misura la capacità economica di sopportare l'indebitamento finanziario. Quanto più il risultato operativo è maggiore degli oneri finanziari, tanto più l'azienda è economicamente in grado di sopportare ulteriori debiti «esplicitamente onerosi» (fatte salve le considerazioni in merito alla capacità di rimborso dei finanziamenti descritte a proposito dell'analisi della liquidità e della solidità patrimoniale); mentre man mano che

²⁵ Per approfondimenti si rinvia a: Johnson H. T. - Kaplan R. S., *Ascesa e declino della contabilità direzionale*, ISEDI, Milano, 1989, pag. 83 e segg.

l'indice si avvicina ad 1, il risultato operativo generato viene progressivamente assorbito dalla remunerazione dei terzi finanziatori.

In quest'ultimo caso si renderà necessario intervenire sull'onerosità dei debiti finanziari, se possibile, ovvero sul volume dei debiti finanziari contratti, intervenendo direttamente sul fabbisogno finanziario o aumentando la quota di capitale sociale.

3.5.2 **Gli indici di rotazione/durata**

Gli indici di rotazione servono per valutare il grado di efficienza di un investimento (o di una fonte di finanziamento) coinvolto nell'attività caratteristica: si costruiscono ponendo al numeratore i ricavi di vendita ed al denominatore il valore stock dell'investimento o del gruppo di investimenti che si desidera porre sotto analisi.

Si tratta di un concetto di efficienza inteso in senso finanziario più che economico: in generale tanto più è elevato il valore dell'indice di rotazione, tanto maggiore è la velocità con cui l'investimento si tramuta in denaro passando attraverso i ricavi di vendita.

In generale l'inverso degli indici di rotazione fornisce una stima, espressa in giorni, della durata degli investimenti. Di seguito sono presentati gli indici di durata riferiti alle componenti del capitale circolante netto commerciale²⁶:

$$\text{Indice di durata dei crediti commerciali} = \frac{\text{Crediti commerciali} \times 360}{\text{Ricavi di vendita} + (\text{IVA})}$$

$$\text{Indice di durata del magazzino materie prime} = \frac{\text{Rimanenze materie prime} \times 360}{\text{Consumo materie}}$$

$$\text{Indice di durata del magazzino prodotti finiti} = \frac{\text{Rimanenze prodotti finiti} \times 360}{\text{Costo del venduto}}$$

$$\text{Indice di durata dei debiti commerciali} = \frac{\text{Debiti commerciali} \times 360}{\text{Acquisti} + (\text{IVA})}$$

Attraverso questi indicatori è possibile integrare l'analisi della liquidità, ottenendo informazioni sulla dinamica delle entrate e uscite monetarie del ciclo operativo corrente, ed è inoltre possibile influire sulla dimensione del fabbisogno finanziario residuo della gestione commerciale, come già indicato nell'ambito dello stato patrimoniale gestionale.

Gli indicatori di durata possono essere opportunamente combinati per ottenere una stima della durata del ciclo monetario (*tavola 3.18*).

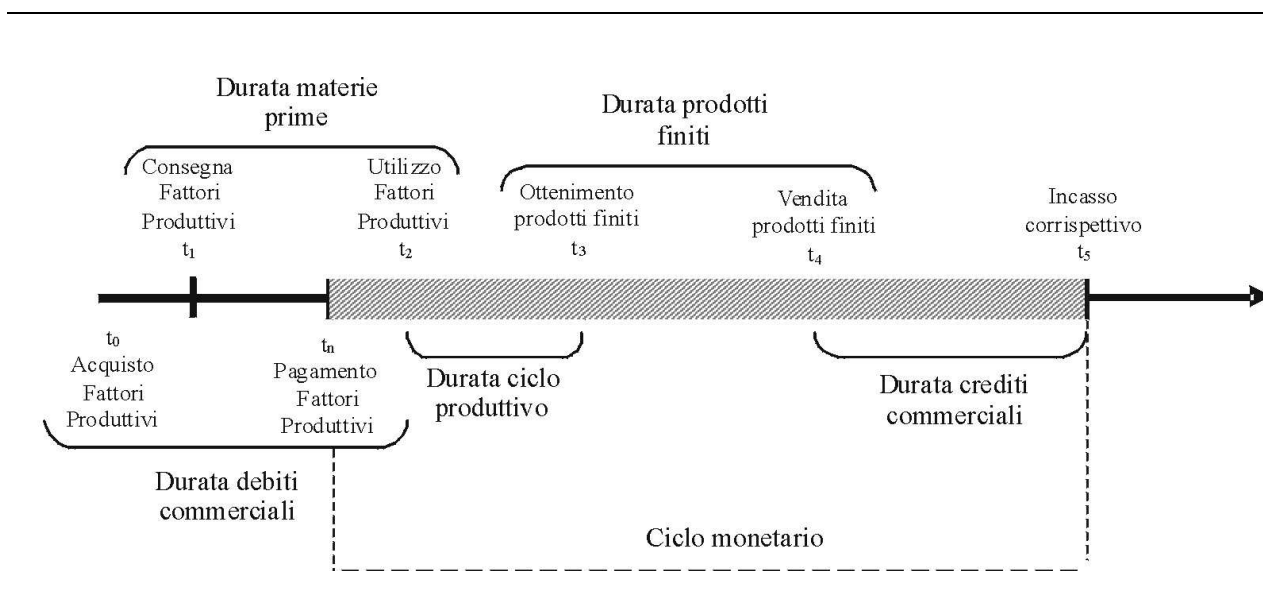
Il ciclo monetario indica il periodo di tempo che intercorre dal momento tra il pagamento dei fornitori (allegato all'acquisizione dei fattori produttivi); all'incasso del corrispettivo per la vendita dei prodotti finiti.

²⁶ Le formule sono riprese da: Marchi L., Paolini A., Quagli A., *Strumenti di analisi gestionale*, Giapichelli, Torino, pag. 68.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.5. Gli indicatori di sintesi economico-finanziaria

Tavola 3.18 - Il ciclo monetario



La durata del ciclo monetario può pertanto essere stimata utilizzando la seguente formula:

$$\begin{aligned} & \text{Durata magazzino materie} \\ & + \text{Durata ciclo produttivo} \\ & + \text{Durata magazzino prodotti} \\ & + \text{Durata crediti commerciali} \\ & - \text{Durata debiti commerciali} \\ \hline & \text{Durata ciclo monetario} \end{aligned}$$

Il valore relativo alla durata del ciclo produttivo potrà essere inserito nella formula solo se rilevante; in caso contrario può essere posto pari a zero (per esempio per i cicli produttivi che si esauriscono nell'arco di una giornata).

Riguardo alla significatività degli indici di durata, valgono le considerazioni già fatte a proposito degli indicatori di liquidità: le formule forniscono stime verosimili solo a condizione che il numeratore esprima la «giacenza media» dell'investimento (o della fonte di finanziamento); in caso contrario le indicazioni ottenute potrebbero essere fuorvianti. Come alternativa gli indicatori possono essere costruiti ponendo al numeratore la media aritmetica della grandezza *stock* (per esempio dei crediti) calcolata con i valori dell'esercizio precedente.

3.5.3 Gli indicatori di efficienza del personale

Il quadro degli indicatori di efficienza del fattore lavoro (in parte già utilizzati nel mini-caso Alitalia) permette di correlare l'andamento del volume di attività aziendale, espresso dai ricavi di vendita, con l'utilizzo del lavoro umano, in molti casi additato come uno

dei principali responsabili dell'appesantimento dei costi operativi. I quozienti presi in considerazione sono due: i ricavi pro-capite ed il costo pro-capite.

$$\text{Ricavi pro - capite} = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Unità lavorative annue}}$$

$$\text{Costo pro - capite} = \frac{\text{Costo del personale}}{\text{Unità lavorative annue}}$$

Il primo indicatore esprime il volume di attività teoricamente creato da ogni unità lavorativa presente in azienda, pertanto la crescita del quoziente in condizioni normali è da interpretare come un guadagno in termini di efficienza e produttività.

Il costo pro-capite invece indica il costo mediamente sostenuto dall'azienda per ogni unità lavorativa, quindi l'efficienza aziendale va ricercata nella riduzione del quoziente, anche se in questo caso l'interpretazione deve essere inserita in un quadro più ampio che tenga conto delle politiche aziendali di gestione del personale (per esempio un allargamento del vertice aziendale con inserimento di nuovi dirigenti, comporta senza dubbio una crescita del costo pro-capite che, tuttavia, può essere accompagnata da un forte incremento dei ricavi o della redditività delle vendite, frutto del valore portato in termini di relazioni e di esperienza in azienda dai nuovi dirigenti.

Per il calcolo dei due indicatori sarebbe inoltre opportuno considerare non solo il fenomeno del lavoro dipendente, ma il complessivo utilizzo di risorse umane da parte dell'azienda, tenendo conto anche di strumenti più flessibili di reclutamento, quali lavoro interinale, contratti di lavoro a tempo determinato, contratti a progetto, eccetera. In molti casi infatti questi strumenti vengono utilizzati in un'ottica di riorganizzazione del personale che permetta di rendere più flessibile il costo del lavoro. Di conseguenza calcolare gli indicatori, che tengano conto esclusivamente dei soggetti legati all'azienda dai classici contratti di lavoro subordinato può portare a delle distorsioni (nel caso in cui vi siano tali politiche in atto) in termini di guadagni di efficienza fittizi.

Il «Numero di unità lavorative annue» dovrebbe quindi esprimere il numero medio di lavoratori a qualunque titolo (ed in qualunque forma) impiegati in azienda, mentre il costo del lavoro dovrebbe rappresentare l'onere complessivamente sostenuto dall'azienda per «l'approvvigionamento» di risorse umane, comprendendo anche gli eventuali costi di intermediazione relativi per esempio a società di lavoro interinale.

Per contro il calcolo «allargato» degli indicatori di efficienza non risulta di facile attuazione in quanto le informazioni sull'utilizzo di personale «flessibile» non sono sempre disponibili nei bilanci d'esercizio, mentre non presenta problemi la reperibilità dei dati collegati al lavoro dipendente: in questi ultimi casi l'interpretazione degli indicatori presentati dovrà tenere conto di possibili fenomeni di esternalizzazione del personale collegando l'andamento dei ricavi al costo del personale ed ai costi per servizi (per esempio se il volume dei ricavi aumenta - in termini di quantità vendute - ed il costo del lavoro diminuisce, probabilmente ci sono delle esternalizzazioni in atto il cui riscontro contabile andrà ricercato nei costi per servizi).

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.5. Gli indicatori di sintesi economico-finanziaria

3.5.4 Il cruscotto degli indicatori

In conclusione (in *tavola 3.19*) si propone un cruscotto in cui sono evidenziati i principali indicatori che potrebbero essere utilizzati come segnalatori di probabili crisi in atto.

Tavola 3.19 - Il cruscotto per la segnalazione degli stati di crisi

	Indicatori	Positività/ Equilibrio	Negatività/ Disequilibrio	Azioni di miglioramento a breve termine	Azioni di miglioramento a medio/lungo termine	Riferimento Paragrafo
Solidità Patrimoniale / Liquidità	Indice di struttura corrente	> 1	< 1	- Ridurre Posizione Finanziaria netta a breve - Ridurre Durata ciclo monetario	- Consolidare debiti finanziari	3.3 3.2.2. 3.5.2.
	Indice di liquidità secca	≥ 1	< 1			
	Copertura immobilizzazioni tecniche	≈ 1	≈ 0	- Non distribuire dividendi per incrementare il capitale netto attraverso l'autofinanziamento - Richiedere ai soci l'eventuale versamento di decimi residui	- Aumentare il capitale sociale	3.2.3.
	Capitale netto di garanzia	≥ 1	< 1			
	Posizione finanziaria netta breve	$\Delta \leq 0$	$\Delta \geq 0$	- Aumentare il cash flow - Ridurre i debiti finanziari correnti - Ridurre il Capitale Circolante Netto Operativo (Indici di durata)		3.2.3. 3.5.2. 3.3.
	Posizione finanziaria a medio/lungo termine	$\Delta \leq 0$	$\Delta \geq 0$	- Ridurre il Capitale Investito Netto Operativo - Ridurre i debiti finanziari a medio/lungo termine - Aumentare i debiti spontanei relativi alla gestione operativa strutturale		3.3.
Redditività	ROE	> rendimenti alternativi > esercizi precedenti	< rendimenti alternativi < esercizi precedenti	- Migliorare il risultato della gestione accessoria - Negoziare migliori condizioni sui finanziamenti a breve termine	- Aumentare il ROI - Ridurre la Posizione finanziaria complessiva - Migliorare onerosità finanziamenti a medio-lungo termine	3.4. 3.5.1.
	ROI	> esercizi precedenti > principali concorrenti	< esercizi precedenti < principali concorrenti	-Migliorare l'efficienza di impiego dei fattori produttivi (indici di efficienza) -Incrementare il Turnover (volumi di vendita a parità di capitale investito)	- Adottare strategie di costo o differenziazione per migliorare la redditività	3.4. 3.5.1. 3.5.3.
	Copertura Oneri Finanziari	> 1 ≥ esercizi precedenti	< 1 < esercizi precedenti	- Ridurre posizione finanziaria a breve - Ridurre onerosità debiti finanziari a breve	- Ridurre la Posizione finanziaria complessiva - Migliorare onerosità finanziamenti a medio-lungo termine	3.3. 3.4. 3.5.1.

Per ogni indicatore sono evidenziate le condizioni che in generale ne definiscono la positività o l'equilibrio ed alcune tra le manovre (a breve e medio-lungo periodo) utilizzabili per ripristinare o per consolidare lo stato di equilibrio.

Si noterà che nel cruscotto alcuni indicatori rappresentano simultaneamente dei segnalatori e delle leve di manovra, da utilizzare per modificare i valori di altri indicatori ad essi correlati. Si ribadisce tuttavia che la proposta di un cruscotto non deve portare ad un uso meccanico degli indicatori; l'analisi di bilancio infatti non può prescindere dall'interpretazione dei prospetti di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario, necessaria per individuare analiticamente e con le dovute correlazioni, i fattori che hanno influito sulla formazione degli equilibri (o dei disequilibri) economico-finanziari.

3.5.5 I parametri esterni di benchmark per l'analisi di bilancio

Dalla lettura dei paragrafi precedenti, anche se non sottolineato in maniera troppo esplicita, si sarà giunti alla conclusione che la comparazione dei dati di bilancio rappresenta un aspetto caratterizzante per la significatività dell'analisi di bilancio.

L'interpretazione dei prospetti e degli indicatori presuppone un confronto diretto a capire se, rispetto ad un dato fenomeno gestionale, sono in atto dei trend di miglioramento, o se al contrario la situazione tende a peggiorare.

In maniera specifica per alcuni indicatori (per esempio di redditività) non può esistere una relazione matematica certa che lega l'interpretazione positiva o negativa al valore assunto dall'indicatore (come invece può avvenire per esempio per gli indici di liquidità). In questo caso l'unica possibilità per l'analista di definire un giudizio si ricollega al confronto dei valori nel tempo o nello spazio.

La comparazione temporale, senza dubbio la più semplice da realizzare, si basa sul confronto dei valori di un bilancio con i bilanci di esercizi precedenti prodotti dalla stessa azienda. In genere non presenta grossi problemi di reperibilità dei dati, di omogeneità degli schemi, e di flessibilità di utilizzo perché si basa su comparazioni realizzate con dati interni che pertanto possono prestarsi a tutte le riclassificazioni possibili (sempre che nei periodi presi in considerazione non ci siano state modifiche nelle strutture contabili). La comparazione temporale, essendo un'analisi dell'azienda «su se stessa» riesce bene ad evidenziare i trend di miglioramento o peggioramento, ma ovviamente non riesce a cogliere la bontà della performance aziendale in relazione alla situazione del contesto competitivo in cui opera.

L'analisi spaziale invece dovrebbe consentire di valutare il trend aziendale alla luce dei movimenti in atto nell'arena competitiva o più in generale nel contesto macroeconomico nazionale o internazionale. In questo caso l'analisi di bilancio acquisisce una significatività relativa: una situazione apparentemente positiva potrebbe essere valutata come negativa, se il settore (o più in generale il «*benchmark*») ha registrato risultati significativamente migliori e viceversa.

Questa attività di confronto tuttavia, presta il fianco ad una serie di problemi legati a²⁷:

²⁷ G. Invernizzi, M. Molteni, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano, 1990, pag 90 e seg.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.5. Gli indicatori di sintesi economico-finanziaria

- reperimento dei dati per il confronto;
- attendibilità dei dati e delle informazioni raccolte;
- scarsa flessibilità di utilizzo;
- omogeneità;
- metodologie matematico-statistiche di manipolazione dei dati esterni.

Sulle difficoltà di reperimento delle informazioni ci soffermeremo più avanti nel presente scritto. I problemi di attendibilità si riferiscono al rischio (non facilmente quantificabile) che i dati esterni siano influenzati da politiche di bilancio allo scopo di presentare una situazione migliore rispetto a quella reale. Si tratta tuttavia di una considerazione che nella maggior parte dei casi non produce conseguenze operative ma tutt'al più «cautele interpretative». Se si assume come parametro di riferimento un bilancio esterno, occorre partire dal presupposto che quel bilancio sia corretto (a meno che dalla sua lettura non emergano dubbi di coerenza). Quindi i rischi di attendibilità devono essere considerati più che altro in fase interpretativa, con la formulazione di giudizi probabilistici piuttosto che assoluti.

La scarsa flessibilità è invece collegata con l'impossibilità di riclassificare i dati esterni con criteri alternativi rispetto a quelli con cui sono originariamente presentati. Questo aspetto limita la scelta dei prospetti utilizzabili ai soli schemi che presentano caratteristiche molto simili ai bilanci pubblici.

La disomogeneità tra dati interni e dati esterni può assumere contenuti variegati: può infatti riferirsi a scelte differenti nell'applicazione dei principi contabili (laddove questi lascino spazio ad alternative), ovvero a norme di legge o principi contabili o valute di riferimento diverse (nel caso in cui si confrontano bilanci di paesi diversi), o ancora la non omogeneità può riferirsi a modalità diverse di presentazione delle informazioni, con riguardo a prospetti, livelli di analiticità delle informazioni, terminologia.

Infine le metodologie matematico-statistiche di elaborazione dei dati esterni, possono rappresentare un problema nei casi in cui i dati aziendali sono comparati con valori medi di settore o con dati aggregati, o più in generale con informazioni ottenute attraverso elaborazioni. In tali casi è opportuno essere a conoscenza delle metodologie di trattamento delle informazioni utilizzate al fine di:

- omogeneizzare opportunamente i dati interni ai dati esterni;
- interpretare le informazioni in maniera corretta rispetto ai procedimenti matematici utilizzati.

Per esempio, per comparare il ROI aziendale con un valore medio di settore dovremmo prima verificare quale formula è stata utilizzata per il calcolo del valore medio, quindi applicare la stessa formula ai dati interni. In secondo luogo l'interpretazione dell'indicatore potrà soffermarsi su determinati aspetti piuttosto che su altri, in funzione della formula utilizzata (es. analizzare la sola redditività operativa o anche la redditività globale, ovvero combinare redditività operativa e fabbisogno di finanziamento ecc.).

La comparazione spaziale può essere realizzata utilizzando differenti tipologie di parametri di riferimento:

- aziende concorrenti o *best practices*;
- valori medi;
- dati aggregati.

Confronto con concorrenti diretti o best practices

Il confronto con aziende concorrenti o con *best practices* richiede l'individuazione di un'azienda di riferimento di cui occorre recuperare i bilanci (che dovrebbero coprire almeno tre esercizi gestionali). I bilanci dell'azienda *benchmark* e quelli interni possono quindi essere rielaborati utilizzando schemi omogenei, dopo di che si procede con la comparazione.

In genere questo tipo di comparazione viene effettuata utilizzando i valori percentuali: le aziende comparate pur operando nello stesso settore potrebbero gestire volumi di attività completamente diversi, di conseguenza i valori assoluti delle due aziende non sarebbero significativi.

In secondo luogo la finalità conoscitiva di quest'analisi è principalmente orientata alla ricerca dei fattori che consentono al nostro *benchmark* di ottenere eventuali efficienze (in termini economici o finanziari) sconosciute alla nostra azienda, quindi il confronto si concentra sul peso dei costi operativi e finanziari in rapporto ai ricavi, e sulle strutture di impieghi e fonti; pertanto i valori relativi sono più idonei a rappresentare la «composizione» del bilancio rispetto ai valori assoluti.

Il reperimento dei bilanci delle aziende «*benchmark*» non presenta difficoltà insormontabili: in caso di aziende quotate, di norma è possibile utilizzare il canale Internet: tutte le società quotate infatti rendono disponibili i bilanci di esercizio ed altra informativa su una sezione apposita del sito aziendale. In caso di società di capitali non quotate invece, i bilanci possono essere recuperati ad un costo estremamente contenuto, utilizzando gli appositi servizi forniti dalle Camere di commercio²⁸.

Aziende specializzate possono offrire servizi simili: rivolgendosi alla Cerved o alla Centrale dei bilanci è possibile ottenere i bilanci integrali di specifiche aziende, eventualmente integrati con riclassificazioni, analisi e confronti di settore, con costi variabili da 10 a 30 euro per ciascun bilancio. La Cerved inoltre offre, previa registrazione, un servizio on-line gratuito che consente di confrontare graficamente un numero limitato di indicatori economico finanziari relativi a due o più aziende selezionate dall'utente²⁹.

Quanto alle problematiche operative, il confronto con i concorrenti diretti non appare particolarmente complicato: la principale difficoltà riguarda invece la scelta del *benchmark*. Le aziende confrontate infatti, dovrebbero essere quanto più possibile «simili» quanto ad ambito di operatività: dovrebbero operare principalmente nello stesso settore, dovrebbero avere il medesimo livello di integrazione verticale, e strutture produttive paragonabili. Quanto più le aziende sono «diverse», tanto più è necessario che l'analista conosca l'operatività dell'azienda *benchmark* per effettuare in fase interpretativa le dovute ponderazioni alla luce di tali differenze. Diventa evidente

²⁸ Il servizio «Telemaco» offre la possibilità di ottenere i bilanci di tutte le aziende italiane (purché obbligate per legge al deposito del bilancio di esercizio). Il costo per un bilancio è inferiore ai € 5.

²⁹ Sul sito della Cerved (<http://www.cerved.it>) è possibile utilizzare l'applicazione «Benchmark Light», che dà la possibilità di selezionare due o più aziende (utilizzando la ricerca sulla ragione sociale, sul codice fiscale, o su altri parametri) e provvede a costruire dei grafici in cui sono confrontati indicatori di redditività, efficienza, liquidità ecc. La versione completa costa circa € 9,00 per ogni azienda selezionata.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.5. Gli indicatori di sintesi economico-finanziaria

quindi, che il confronto orizzontale con concorrenti diretti può portare a distorsioni ovvero a confronti poco significativi, laddove non si conosca la realtà operativa del concorrente.

Confronto con valori medi di settore

I valori medi di settore permettono di delineare il profilo più comune degli operatori di una determinata arena competitiva: il confronto può essere realizzato sia con bilanci che con indicatori medi di settore.

Il metodo utilizzato per il calcolo è determinante per evitare problemi di attendibilità e per una corretta interpretazione dei valori³⁰: i valori medi, infatti, possono essere condizionati dal peso delle aziende di maggiori dimensioni; in questo caso senza indicazioni sulla variabilità dei dati rispetto ai valori medi non è possibile tracciare il profilo statisticamente «normale» dell'azienda-tipo del settore.

Un ulteriore aspetto da considerare è relativo ai canali di reperimento delle informazioni di *benchmark*: in questo caso i valori medi richiedono processi più o meno complessi di raccolta, classificazione ed elaborazione dei dati, quindi in genere questo tipo di rapporti informativi viene offerto a pagamento.

Tra i canali gratuiti, si segnala in particolare un servizio informativo realizzato dal Comitato europeo delle centrali dei bilanci³¹ in collaborazione con la Commissione Europea (Direzione generale degli affari economici e finanziari). L'applicazione ESD - European Sectoral reference Database è alimentata da un data-base contenente bilanci armonizzati provenienti da undici nazioni europee, Stati Uniti e Giappone³².

I dati presenti nel data-base sono riclassificati per settore, per classe di fatturato, per nazione e per anno. Il data-base fornisce gratuitamente un cruscotto di 28 indicatori economico-finanziari. La particolarità sta nel fatto che gli indicatori appartenenti al gruppo di aziende selezionate non sono aggregati in valori medi, ma sono classificati utilizzando la tecnica statistica dei quartili.

In pratica una volta selezionato il campione di aziende, per ciascun indicatore del cruscotto il data-base ordina in senso crescente i valori calcolati su ogni azienda del gruppo. La serie viene quindi divisa in quattro categorie (o quartili) ognuna delle quali contiene il 25% delle osservazioni. Un esempio è riportato nel Caso 5.

³⁰ G. Invernizzi, M. Molteni, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etas, Milano, pag 97.

³¹ ECCBSO - European Committee of Central Balance Sheets Offices. La Centrale dei Bilanci italiana è membro di questo organismo.

³² Il Data-Base «Bach» - Bank for the Accounts of Companies Armonised è stato creato nel 1987 allo scopo di supportare statistiche sul grado di armonizzazione di singole poste di bilancio, ovvero comparazioni tra le strutture dei bilanci medi nazionali, in modo da individuare le esigenze più significative di armonizzazione.

Caso 5 - Esempio di confronto attraverso quartili

Settore: Industrie conciarie, fabbricazione di prodotti in cuoio, pelle e similari

Classe di fatturato: da 7 a 40 milioni di euro

Nazione: Italia

Anno: 2005

Quota di copertura del fatturato: 77,07%

Quota di copertura totale sul numero di imprese: 17,97%

Ratio	N	Q1	Q2	Q3
ROE (Utile d'esercizio / Patrimonio netto)	433	0,39%	4,60%	13,37%

I valori dei quartili indicano i valori dell'indicatore al di sotto dei quali si colloca il 25% delle osservazioni relative alle aziende selezionate: nell'esempio riportato il 25% delle aziende del settore ha prodotto un ROE inferiore o uguale a 0,39%; il 50% delle aziende ha generato un ROE minore o uguale a 4,60%, mentre il 75% delle aziende ha generato un ROE minore o uguale a 13,37%.

In questo modo l'azienda interessata a confrontare la propria performance con il settore andrà a calcolare il proprio ROE ed andrà a verificare il quartile in cui è collocato. Per esempio se l'azienda genera un ROE del 14% potrà ritenersi molto soddisfatta perché la sua performance si colloca sopra il terzo quartile e quindi nel gruppo delle migliori aziende. Invece quanto più il ROE si avvicina al limite del secondo quartile (4,60% nell'esempio) tanto più la performance aziendale sarà vicina alla mediana, ossia al valore centrale che taglia a metà la serie ordinata degli indicatori.

Il metodo dei quartili ha il vantaggio di pesare ogni unità del campione di aziende allo stesso modo, i risultati del confronto non sono quindi influenzati dalle aziende di dimensioni più consistenti.

Il report fornisce inoltre indicazioni relative al numero di aziende facenti parte del campione (indicate con la lettera N), nonché al grado di copertura dell'universo di aziende, calcolato in termini di fatturato e di numerosità³³.

³³ L'applicazione ESD può essere utilizzata gratuitamente nella sua versione light al sito: <http://www.centraledei-bilanci.it/refsecto/index.php>.

Ulteriori canali gratuiti attraverso cui è possibile recuperare valori medi di settore sono collegati a ricerche assistematiche che è sempre possibile realizzare su Internet utilizzando genericamente i motori di ricerca, ovvero visitando il sito di Istat, ovvero delle principali società di consulenza, che periodicamente pubblicano report descrittivi dell'andamento di un particolare settore. In alternativa è possibile consultare le pubblicazioni promosse a livello nazionale o locale, da associazioni di categoria, Camere di Commercio, Associazione Industriali, stampa specializzata o infine possono essere consultati i risultati ottenuti da ricerche universitarie.

Tra i canali a pagamento è invece possibile rivolgersi alle più note aziende di informazioni commerciali tra cui le già citate Cerved e Centrale dei Bilanci, o in alternativa Databank, che offrono sistematicamente report con analisi settoriali più o meno complesse, a prezzi molto variabili.

Il prezzo di questi report parte da un minimo di € 100 per acquisire prospetti di bilancio medi di settore ed analisi quantitativa dei principali concorrenti fino ad arrivare a € 4.000 per analisi strategiche del settore comprendenti anche l'individuazione dei fattori critici di successo, dei concorrenti potenziali, dei prodotti sostitutivi, ecc.

3. L'uso dell'analisi di bilancio

3.5. Gli indicatori di sintesi economico-finanziaria

Confronto con dati aggregati

Una ulteriore tipologia di dati esterni è rappresentata dai bilanci aggregati. In sintesi si tratta di prospetti di bilancio costruiti sommando le poste di bilancio di una serie di aziende selezionate secondo un criterio di appartenenza ad un settore piuttosto che ad una nazione.

Di solito i bilanci aggregati supportano analisi di natura macroeconomica: significativo lo studio annuale condotto da Ricerche & Studi (di proprietà di Mediobanca) sulle principali multinazionali delle aree Europa, Nord America, Giappone e Asia (quest'ultima è inclusa solo a partire dall'edizione 2006), operanti nei settori dell'industria, delle telecomunicazioni e delle *utilities*. La ricerca mira principalmente ad individuare le tendenze che contraddistinguono l'evoluzione delle aziende di grandi dimensioni da un punto di vista economico e finanziario³⁴, di conseguenza l'utilizzo legato alla diagnosi delle crisi aziendali può apparire limitato, anche in considerazione dell'azienda-tipo considerata nella ricerca³⁵, che presenta limitata omogeneità per la comparazione con aziende di dimensioni più ridotte.

Nonostante tutto all'interno dello studio possono essere comunque individuate delle informazioni utili per valutare lo sviluppo degli investimenti e delle attività di ricerca nei diversi settori, così come indicatori di redditività e di liquidità/indebitamento. In particolare i seguenti indicatori presentati nella ricerca possono essere utili anche a realtà di minori dimensioni (gli indicatori sono calcolati e presentati per settore produttivo):

- tasso medio di investimento tecnico;
- valore aggiunto e costo del lavoro per dipendente;
- spese di ricerca & sviluppo in % sul fatturato;
- indicatori di redditività;
- indicatori di indebitamento.

Un ulteriore canale per reperire dati aggregati di settore è rappresentato dalla banca dati Bach che alimenta l'applicazione ESD descritta al punto precedente.

In questo caso la banca dati³⁶ permette di selezionare classi di aziende rispetto a nazione, settore e classe di fatturato, e fornisce sia una serie di dati aggregati (capitale investito, fatturato, valore aggiunto, numero di aziende selezionate, totale impiegati) sia una serie di indicatori di composizione percentuale calcolati sullo stato patrimoniale, sul conto economico e sulle note³⁷.

In alternativa sono sempre validi i canali a pagamento che offrono nei loro *package* informativi un'integrazione di valori medi e aggregati.

³⁴ Multinationals: Financial aggregates - R & S Ricerche & Studi, edizione 2006, pag. 5, www.mbres.it.

³⁵ In termini di totale attivo la dimensione media delle aziende del comparto industriale considerate nella ricerca è pari a circa 28.000 milioni di euro.

³⁶ La banca dati gratuitamente accessibile previa registrazione può essere utilizzata all'indirizzo http://ec.europa.eu/economy_finance/bach/login/login.cfm

³⁷ Per esempio sono accessibili i seguenti indicatori (calcolati in percentuale sul fatturato): acquisizione e dismissioni di immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie; ammortamenti e svalutazioni di immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie; distribuzione dividendi per il periodo corrente e precedente.

Rispetto ai dati medi, i dati aggregati possono essere molto utili per calcolare il grado di «occupazione degli spazi» all'interno del segmento di aziende selezionate: per esempio il rapporto tra il fatturato dell'azienda ed il fatturato aggregato di settore indicherà la quota di mercato posseduta.