



ANALISI DI BILANCIO PER INDICI

INTRODUZIONE

COS'E' "L'ANALISI DI BILANCIO"

“Analisi di bilancio” è un’ espressione che indica il processo di analisi dei risultati dell’impresa attraverso la lettura e l’analisi dei suoi bilanci, accompagnati da dati extra contabili di varia natura tramite l’applicazione di opportune tecniche giungendo così alla formulazione di valutazioni e giudizi sulla gestione aziendale.

FINALITA' DELL'ANALISI

L’analisi è rivolta al controllo dell’equilibrio dell’impresa

L’equilibrio **reddituale** si basa sulla capacità dell’impresa di *produrre reddito*, per un tempo sufficientemente ampio di *remunerare* tutti i fattori della produzione. Questo aspetto pone particolare attenzione alle relazioni esistenti tra componenti positive e negative di reddito.

L’equilibrio **finanziario** riguarda la valutazione della capacità di un’impresa di rispondere in modo tempestivo ed economico agli impegni finanziari richiesti dalla gestione.

Esistono, al riguardo, due dimensioni:

- Finanziaria: crediti/debiti (analisi struttura finanziaria in chiave statica e dinamica)
- Monetaria: entrate ed uscite.

L’equilibrio **patrimoniale**, da ultimo, riguarda la relazione tra capitale proprio (netto) e capitale di debito derivante da scelte di natura finanziaria.

COME SI ARTICOLA UN’ANALISI DI BILANCIO

L’analisi economico-finanziaria della gestione attraverso i bilanci è caratterizzata dalla successione delle seguenti fasi operative:

1. ricerca dei dati attraverso i bilanci dell’impresa e delle altre informazioni extracontabili utili all’analisi;
2. revisione del bilancio e cognizione dei criteri di valutazione utilizzati per la redazione dello stesso;

3. riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico sulla base di criteri funzionali agli obiettivi dell'analisi;
4. corretta determinazione di quozienti (ratios) la cui funzione segnaletica risponda alle esigenze della preordinata analisi opportunamente finalizzata;
5. corretta interpretazione dei quozienti medesimi, individuati nei limiti della loro competenza segnaletica e vagliati nella loro varia efficacia come "indicatori" delle caratteristiche *morfologiche o attitudinali*, considerati nei diversi aspetti congeniali all'analisi intrapresa, raffrontandoli con i valori di bilancio riferiti ad anni diversi ma relativi alla stessa impresa (confronti verticali) o raffrontando gli stessi con i valori di bilancio di imprese diverse (analisi orizzontale).

1. RICERCA DEI DATI

Il primo passo per l'analista di bilancio è reperire dati utili all'analisi.

I dati sono estrapolabili da **informazioni interne** (Bilancio, documenti ufficiali, atti societari) ed **esterne all'azienda**.

Le analisi *interne* sono caratterizzate dalla conoscenza esatta sia dei criteri di valutazione adottati in fase di redazione del bilancio sia delle informazioni extra-contabili sull'andamento di gestione.

Le analisi *esterne* si basano sui documenti pubblici ed eventualmente su relazioni informali. Le analisi esterne risentono maggiormente rispetto a quelle interne della soggettività dell'analista.

Il *bilancio d'esercizio* rappresenta la principale fonte di informazione sulla gestione dell'impresa.

Il contenuto obbligatorio del bilancio d'esercizio è disciplinato dall'art. 2423 c. 1 c.c. e consta delle seguenti parti:

- **Stato Patrimoniale:** illustra la composizione del patrimonio dell'impresa suddiviso in Attività e Passività;
- **Conto Economico:** illustra la formazione del risultato economico dell'esercizio mediante la contrapposizione dei ricavi e dei costi di competenza;
- **Nota Integrativa:** atto non contabile che illustra il contenuto dei precedenti documenti contabili e i criteri di valutazione adottati nella formazione dei valori dello Stato Patrimoniale.

Le informazioni che vengono così ottenute sono patrimoniali e economiche ma non finanziarie.

Queste ultime possono essere desunte dal **Rendiconto finanziario** che illustra, in modo organico, la dinamica dei flussi finanziari in un determinato esercizio.

Si rilevano, quindi, i risultati della gestione finanziaria distinti in:

Fonti: quantità e qualità delle risorse finanziarie acquisite;

Impieghi: quantità e qualità della destinazione o utilizzo delle risorse stesse.

Dall'analisi del Rendiconto è possibile desumere il grado di *solvibilità* e di *liquidità* dell'azienda, ovvero:

- *Solvibilità:* capacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni;
- *Liquidità:* capacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni a breve con le attività liquide (liquidità immediate) o facilmente liquidabili (liquidità differite).

2. REVISIONE DI BILANCIO E VALUTAZIONE DEI CRITERI UTILIZZATI NELLA REDAZIONE DELLO STESSO

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

In questa fase possono risultare utili eventuali certificazioni rilasciate da società di revisione.

3. LA RICLASSIFICAZIONE

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

Per analisi della *struttura finanziaria* si intende l'esame, in un determinato momento, delle relazioni tra la struttura degli investimenti e la struttura dei finanziamenti.

Per analisi della *struttura patrimoniale*, invece, si intende il giudizio sull'equilibrio del patrimonio rispetto ai debiti o rispetto al capitale versato dai soci.

RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE

La riclassificazione dello stato patrimoniale può essere effettuata almeno secondo 2 criteri:

1. **Criterio della pertinenza gestionale (metodo usato solo per esigenze particolari):** le voci di bilancio sono riclassificate in base al loro collegamento con le aree gestionali dell'impresa, distinguendo tra gli investimenti effettuati quelli relativi all'area caratteristica da quelli propri di altre aree (es. vendite, trasformazione, acquisti).
2. **Criterio finanziario (metodo maggiormente usato):** in base al quale le attività e le passività vengono riclassificate secondo la durata del loro ciclo di realizzo, vale a dire sulla base della loro trasformabilità in denaro, cioè secondo la loro attitudine a tornare in forma liquida.

Per entrambi i criteri le **attività** rappresentano gli **investimenti** effettuati dall'impresa, mentre le **passività** (compreso in questa accezione il patrimonio netto) rappresentano, in linea generale, le **fonti di finanziamento** della gestione aziendale.

Criterio finanziario

IL CAPITALE INVESTITO nelle sue relazioni con l'attivo di bilancio

L'attivo netto costituisce il **capitale investito**: somma dei valori patrimoniali esprimenti, all'epoca del bilancio, sia scorte liquide in attesa di impiego, sia investimenti in attesa di realizzo.

Attraverso la riclassificazione finanziaria si individuano le componenti:

- **DISPONIBILITA'** (comprehensive di liquidità immediate, assimilate e presunte) la cui trasformabilità è a ciclo annuale.
- **IMMOBILIZZAZIONI:** costituito dagli investimenti in essere la cui trasformabilità in denaro è a ciclo ultrannuale.

Il **CAPITALE INVESTITO NON** si identifica con l'Attivo lordo della situazione patrimoniale poiché **NON** comprende le poste rettificative del capitale netto. Il capitale investito è già al netto delle poste rettificative dell'attivo iscritte nel Passivo di S.P. (ad esempio, i fondi ammortamento dei beni strumentali) e comprende i valori patrimoniali dei beni detenuti mediante contratto di locazione finanziaria contabilizzato come prescrivono i principi contabili internazionali (IAS) come se il cespite fosse in proprietà.

Il criterio discriminante per suddividere le componenti tra disponibili e immobilizzate è quello della **realizzabilità**. Convenzionalmente viene preso come limite un anno a partire dalla data di chiusura del bilancio per determinare il ciclo di realizzo degli investimenti.

Il CAPITALE INVESTITO nelle sue relazioni con il passivo di bilancio

Il concetto di **PASSIVITA'** (collocate nella sezione "dare" dello stato patrimoniale) rileva nell'aspetto **QUANTITATIVO** del capitale dell'impresa: trattasi, in particolare, degli elementi negativi del capitale netto.

Il concetto di **MEZZI DI FINANZIAMENTO** (che si trovano nell'"avere" di stato patrimoniale) rileva, invece, nell'aspetto **QUALITATIVO** dello stesso capitale che viene definito "**CAPITALE ACQUISITO**" se collegato ad una disamina dei caratteri morfologici che lo qualificano nelle sue varie relazioni con il capitale investito.

Il concetto di **PASSIVITA'**, dunque, **NON COINCIDE** con quello dei **MEZZI O DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO**.

Il capitale acquisito (o fonti) coincide con le fonti di finanziamento che un'impresa utilizza per fronteggiare i fabbisogni espressi dal capitale investito.

Sostanzialmente si possono distinguere i mezzi di copertura del fabbisogno di capitale in:

- *capitale proprio* - mezzi a pieno rischio: capitale sociale, altro apporto dei soci a titolo permanente (sovrapprezzo azioni, versamenti a fondo perduto, etc.), utili non distribuiti;
- *capitale di credito*: derivante da debiti.

Sempre secondo la durata del ciclo di utilizzo si distingue:

- *capitale permanente*: capitale acquisito a pieno rischio e capitale acquisito con indebitamento a medio/lungo termine;
- *capitale corrente*: capitale acquisito con vincolo di indebitamento a breve ciclo di utilizzo, e capitale acquisito con indebitamento a breve termine.

CRITERI DI CLASSIFICAZIONE DEL PASSIVO

a. Finanziamenti endogeni

- Ammortamenti e altre quote di costi “impegnati” in bilancio e rilevati in appositi “fondi” (es. TFR)
- Utili netti non distribuiti o prelevati (AUTOFINANZIAMENTO IN SENSO STRETTO)

b. Finanziamenti esogeni

- Da capitale proprio
- Da indebitamento
 - i. Debiti di prestito
 - ii. Debiti di regolamento
 - a. effettivi
 - b. presunti (es. ratei passivi)

NOTE PER LA CORRETTA INTERPRETAZIONE

Il CAPITALE DI PROPRIETA' (= valore nominale) dei soggetti che finanziano l'impresa con "vincolo del pieno rischio" NON E' il CAPITALE PROPRIO coincidente con il NETTO DI BILANCIO poiché quest'ultimo accoglie anche altre risorse sia conferite dai soci (es. sopraprezzo azioni), sia generate dalla società (utili non distribuiti);
Si parla di AUTOFINANZIAMENTO IN SENSO STRETTO in rapporto ai FINANZIAMENTI ENDOGENI – punto a), mentre si parla di AUTOFINANZIAMENTO IN SENSO AMPIO in relazione al punto a) e b) interamente considerati.

DIVERSA DURATA DEGLI IMPEGNI FINANZIARI

- Fonti del capitale permanente

- Finanziamenti a lunga scadenza con vincolo del "pieno rischio" (conferimenti) e restanti "parti ideali del netto" (= capitale proprio)
- Finanziamenti a lunga scadenza con vincolo dell'indebitamento (= passività consolidate)

- Fonti del passivo corrente

- Finanziamenti a "breve ciclo di estinzione" (= debiti a breve scadenza)
- Finanziamenti a "breve ciclo di utilizzo" (=debiti fluttuanti quali i conti correnti bancari)

IM MO	Impieghi	Fonti	z V C
----------	-----------------	--------------	-------------

	Immobilizzazioni immateriali Immobilizzazioni materiali Immobilizzazioni finanziarie	Patrimonio netto (K)	
CAPITALE CIRCOLANTE LORDO (C)	Disponibilità di magazzino (D)	Passività consolidate (π) (es. mutui, prestiti, obbligazioni...)	CAPITALE CORRENTE
	Liquidità differite (L) (es. crediti, ...)		
	Liquidità immediate (I) (es. cassa e banche..)	Passività correnti (p) (es. banche e fornitori)	

4. CALCOLO DEGLI INDICI

Una volta riclassificato il bilancio è possibile calcolare alcuni indici, entrando così nel cuore dell'analisi finanziaria.

Due sono le tipologie di indici, talvolta usati in modo alternativo, altre volte in modo complementare:

- a. **Tecnica dei quozienti (ratios): studia la situazione dell'impresa ricorrendo a dei rapporti aritmetici tra i valori di bilancio**
- b.
- c. **Tecnica dei flussi finanziari: rappresenta tramite "differenze" la dinamica finanziaria**

Gli aspetti maggiormente rilevanti ai fini dell'analisi sono:

1. INDIPENDENZA FINANZIARIA
2. SOLIDITA' DEL CAPITALE
3. RELAZIONE TRA PATRIMONIO NETTO E LE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI.

La tecnica dell'analisi di bilancio per indici mira a rilevare aspetti finanziari, economici e patrimoniali di una realtà aziendale; per far ciò è necessario suddividere i dati ricavati dal bilancio precedentemente in gruppi omogenei, ciascuno dei quali tendente ad esprimere uno specifico aspetto (si veda tabella precedente).

La modalità di raccolta e di elaborazione dei dati di calcolo dei quozienti stessi, che dipendono da:

- a. classificazione e raggruppamento, secondo appropriati criteri di omogeneità, delle diverse imprese assunte come idoneo oggetto di osservazione;
- b. uniformità contabile (sia dei periodi amministrativi, sia dei principi contabili di formazione del bilancio) dei dati di calcolo;
- c. attendibilità dei valori segnaletici risultanti dall'elaborazione dei dati rilevati.

I gruppi che possiamo individuare sono 5:

SOLIDITA': capacità dell'azienda di mantenersi nel tempo, adattandosi alle variabili condizioni esterne ed interne rappresentata da:

- indici di correlazione tra fonti ed impieghi
- rapporto fra impieghi e indice di indipendenza da terzi

LIQUIDITA': capacità dell'azienda di far fronte tempestivamente ed economicamente ai propri impegni rappresentata da:

- indici di struttura
- quozienti di rotazione

REDDITIVITA': capacità dell'azienda di remunerare tutti i fattori produttivi rappresentata da:

- indici di redditività operativa
- indici di redditività globale
- indici di redditività delle vendite

RINNOVAMENTO: capacità dell'azienda di evolversi grazie alla capacità di produrre risorse finanziarie al suo interno rappresentata da:

- indicatori basati sul grado di ammortamento e autofinanziamento

EFFICIENZA: capacità di utilizzare in modo razionale le risorse rappresentata da:

→ Indici tecnici raffrontati da dati effettivi con dati standard

TECNICA DEI QUOZIENTI - ratios

Analisi “verticale”: comparazione spaziale variamente istituibile tra “valori simultanei di bilancio”:

QUOZIENTI DI STRUTTURA ECONOMICA O FINANZIARIA ATTI A INDICARE CARATTERISTICHE MORFOLOGICHE :

- *quozienti strutturali semplici*: se trattasi di rapporti tra classi di valori omogenei nel segno algebrico ed il corrispondente “totale di sezione” nell’ambito dello Stato Patrimoniale o del Conto Economico;
- *quozienti strutturali composti*: se trattasi di rapporti tra due classi diverse di valori della stessa “sezione di conto” o dello Stato Patrimoniale o del Conto Economico.

QUOZIENTI DI STRUTTURA ECONOMICA O FINANZIARIA ATTI A INDICARE CARATTERISTICHE ATTITUDINALI :

- *quoziente di situazione (configurabili come “quozienti strutturali complessi”)*: se trattasi di rapporti tra due classi di valori di segno opposto appartenenti allo Stato Patrimoniale o al Conto Economico;
- *quozienti di tipo “operativo”* se derivano dal rapporto aritmetico tra un valore del Conto Economico ed un valore di Stato Patrimoniale.

Analisi “orizzontale”: comparazione di bilanci nel tempo – rapporti tra valori successivi – indici di andamento

Vi sono informazioni sulla variabilità di questi quozienti attraverso le “*variazioni di andamento*” delle corrispondenti variabili;

- l’*efficacia segnaletica* dipende da:
 -
 - “*grado di omogeneità*” che caratterizza la serie di dati sottoposti a confronto temporale: l’omogeneità dipende, ovviamente, dalla *costanza dei criteri di classificazione e di valutazione* adottati, di esercizio in esercizio, nella formazione del bilancio;
 - *corretto isolamento* delle variazioni di valore che si vorrebbero giudicare nel loro andamento.

o

Determinazione di Quozienti “Standard”

Trattasi di quozienti di bilancio che dovrebbero segnare situazioni “normali” esplicative di funzioni segnaletiche come indicatori orientativi di caratteristiche morfologiche/attitudinali normalmente giudicabili soddisfacenti.

L'efficacia segnaletica dipende da due ordini di fattori:

- 2) La configurazione del quoziente standard può rappresentare:
 - a. Dati “medi” espressivi di standard, tuttavia difficilmente accoglibili poiché spesso largamente influenzati dalle cosiddette “variazioni estreme”;
 - b. Dati “massimi” e “minimi” atti a circoscrivere l'ambito della funzione segnaletica dei quozienti standard come indicatori orientativi di “normalità” nel senso precisato.

GLI INDICI DI COMPOSIZIONE DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO DI STATO PATRIMONIALE

Quozienti Strutturali Semplici per l'analisi della ELASTICITA' DEGLI INVESTIMENTI, tenuto conto della liquidità del capitale investito

ANALISI STRUTTURALE DEGLI IMPIEGHI

1. Elasticità' del Capitale Investito, dove:

C = Capitale circolante lordo

F = Capitale fisso

K = Capitale investito

Per cui:

$$\frac{C}{K} + \frac{F}{K} = 1 \quad e$$

$$\frac{C}{K} \leq 1 \quad e$$

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

2. Elasticità' del Circolante Lordo, dove:

1 = Disponibilità liquidità immediata

L = Disponibilità liquidità differita

D = Magazzino in attesa di realizzo

Per cui (per il grado di liquidità del capitale investito):

$$\frac{1 + L}{K} \leq 1$$

Non considerando le rimanenze il cui rapporto nell'attivo di SP è:

$$1 + L = C - D$$

ANALISI STRUTTURALE DELLE FONTI

1. Elasticità' del Capitale Acquisito, dove:

p = Debiti a breve scadenza e finanziamenti a breve ciclo di utilizzo

P = Fonti del capitale permanente

Π = Passività consolidate

N = Capitale proprio

Per cui:

$$P = \Pi + N$$

e i seguenti indici di elasticità

$$\frac{P}{K} \leq 1 \quad e$$

di rigidità

$$\frac{P}{K} \leq 1$$

ANALISI STRUTTURALE DELLA SOLIDITA' PATRIMONIALE DELL'IMPRESA

1. Relazione tra capitale proprio e capitale nominale

n = Capitale nominale

N = Capitale proprio

Per cui:

$$\frac{n}{N} \leq 1 \quad = \text{indice di composizione}$$

e

$$\frac{N}{n} \geq 1 \quad = \text{indice di solidità patrimoniale}$$

COMBINAZIONI E ANALISI POSSIBILI

Grado di Liquidità del Capitale Investito e Grado di Elasticità degli Investimenti

L'**elasticità degli investimenti** è la caratteristica morfologica in base alla quale si distinguono il circolante ($C = L + I + D$) dalle immobilizzazioni costituenti il capitale fisso (F): *l'elasticità del capitale investito ($K = C + F$) dipende infatti dalla "mobilità" degli investimenti, la quale via via decresce con il passare dalla classe delle "disponibilità liquide immediate" (I) alle restanti classi delle "disponibilità liquide differite" (L), delle "disponibilità non liquide" (D), delle "immobilizzazioni" (F).*

Ne segue che il *grado di liquidità del capitale investito*

$$\frac{I + L}{K} \leq 1$$

costituisce una parziale misurazione del *grado di elasticità degli investimenti* espresso dal quoziente strutturale semplice:

$$\frac{C}{K} \leq 1$$

Dato questo rapporto, è possibile desumere le ipotesi di:

1. rigidità teorica massima, se $C = 0$ perchè

$$\frac{C}{K} = 0$$

2. liquidità teorica minima, se $I = L = 0$ perchè

$$\frac{I + L}{K} = 0$$

Allo stesso risultato si può pervenire studiando l'indice di composizione F/K , per cui:

3. elasticità teorica minima, se $K = F$, quindi:

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

Dalla combinazione degli indici determinati precedentemente si può configurare un *quoziente strutturale composito di elasticità degli investimenti*, ovvero:

$$\frac{C}{F} = \frac{C}{K} * \frac{K}{F} <> 1$$

Dove per $C = 0$, si ritrova la situazione teorica dell'*assenza di mobilità* precedentemente riscontrata.

CONDIZIONI DI VARIABILITA'

4. vincoli di "settore";

5. diverse politiche di gestione anche nell'ambito dello stesso "settore" di appartenenza, attraverso:

- diversa politica di gestione del magazzino (scorta minima – scorta effettiva – rotazione del magazzino)
- varietà dell'entità delle immobilizzazioni di capitale
- varietà della politica degli ammortamenti
- varietà della politica delle immobilizzazioni finanziarie.

Quozienti Strutturali Semplici per l'analisi del GRADO DI RIGIDITA' delle fonti di finanziamento

La **rigidità delle fonti di finanziamento** è la caratteristica morfologica in base alla quale si distinguono i mezzi finanziari che, per la "brevità" del loro ciclo di utilizzo o della scadenza dei relativi impegni, sono disponibili al variare del fabbisogno di capitale, dagli altri per i quali il capitale acquisito si atteggia invece a fattore rigido nel momento della sua acquisizione.

Vengono considerate:

- o FONTI ELASTICHE = le *passività correnti* (p)
- o FONTI RIGIDE (= il *capitale permanente* (P)) = le *passività consolidate* (π) e il *capitale proprio* (N)

- Rigidità teorica massima, quando

$$\frac{P}{K} \leq 1 \quad \text{si annulla (con } p/K=0) \text{ indicando una}$$

fluttuabilità nulla per } p = 0

oppure

$$\frac{P}{K} \leq 1 \quad \text{diventa pari a 1 (con } P = K) \text{ indicando un}$$

consolidamento totale del capitale acquisito

CONDIZIONI DI VARIABILITA'

- 1) vincoli di “settore”;
- 2) diverse politiche di gestione anche nell’ambito dello stesso “settore” di appartenenza.

Quozienti Strutturali Semplici per l’analisi del GRADO DI INDIPENDENZA FINANZIARIA E DI SOLIDITA’ PATRIMONIALE DELL’IMPRESA

L’**indipendenza finanziaria** non va confusa con l’autofinanziamento, ma va intesa in senso “relativo all’indebitamento”, tenuto conto del campo di scelte tra vie alternative di finanziamento della gestione.

- Grado di indipendenza finanziaria, espresso dal rapporto tra il “capitale proprio” (N) e l’intero capitale acquisito (K):

$$\frac{N}{K} \leq 1$$

dove la situazione *teorica di assenza di capitale proprio* (N = 0), porterebbe l’indice pari a 0, mentre la situazione opposta di assenza del vincolo di credito nell’acquisizione del capitale, (N = K), vedrebbe l’indice pari a 1.

Un’altra definizione efficace del quoziente di indipendenza finanziaria è il “reciproco del quoziente di indebitamento”.

- Grado di solidità patrimoniale, espresso dal rapporto tra il “capitale proprio” (N) e il “capitale nominale” (n), che – nella sua espressione massima – vedrebbe il seguente rapporto:

$$N = n; \quad N - n = 0$$

Tale rapporto è tipico delle fasi di *costituzione dell'impresa*, quando non esistono riserve. È, d'altro canto, tipico anche delle situazioni in cui *le riserve precedentemente accumulate non esistono più*, in quanto erose dalla gestione aziendale. In quest'ultima circostanza, la *garanzia per i terzi* riposa *almeno* sull'esistenza di un capitale nominale ancora integro.

Qualora si dovesse verificare il caso in cui: $N < n$, giova distinguere i seguenti tre livelli di valore del quoziente (N/n):

- 1) $0 < N/n < 1$ = netto patrimoniale positivo minore del capitale nominale. Malgrado vi sia $(N - n) < 0$, essendo ($N < n$), almeno ($N > 0$);
- 2) $N = 0$: per un netto patrimoniale nullo;
- 3) $(N - n) > 0$: netto patrimoniale negativo o passivo scoperto.

Mentre il primo dei tre livelli segnala erosione della integrità del capitale nominale e graduale scomparsa della liquidità, il secondo ed il terzo accentuano maggiormente e sempre di più le condizioni di inesistenza del patrimonio per le quali è vano, se non addirittura ridicolo, parlare di una erosione della solidità patrimoniale!

Ciò significa che, correttamente intesa, la solidità patrimoniale costituisce caratteristica graduabile soltanto con quozienti variabili dal livello 1 in poi, con situazioni in cui risulti:

$$\frac{N}{N} > 0$$

dove il divario $(N - n) > 0$ indica non solo l'esistenza di un *patrimonio netto* positivo, ma anche la presenza delle condizioni di *solidità economica* per le quali lo stesso patrimonio netto potrebbe accrescersi anche indipendentemente da incrementi di capitale nominale.

Quozienti Strutturali Semplici per l'analisi del GRADO DI INDEBITAMENTO e le relazioni tra capitale di credito e capitale proprio

Il **quoziente di indebitamento** (reciproco del quoziente di indipendenza finanziaria) esprime la dipendenza finanziaria, ossia la dipendenza della gestione dall'indebitamento, attraverso l'indice:

$$\frac{K}{N} \geq 1$$

- Indipendenza finanziaria, allorquando l'indebitamento non esiste, ovvero quando: $(K = N; K/N = 1)$
- Esclusiva dipendenza finanziaria, allorquando il patrimonio netto non esiste, ovvero $(N = 0; K/N = \infty)$

Quozienti Strutturali Complessi: il quoziente di DISPONIBILITA' & il CIRCOLANTE NETTO DISPONIBILE (= circolante lordo depurato delle passività correnti)

Il **quoziente di disponibilità (q_M)** esprime uno stato di equilibrio o di disequilibrio sotto il profilo dell'attitudine della gestione a soddisfare con larghezza gli impegni finanziari a breve.

Dipende da due variabili:

- il *capitale circolante* che è caratterizzato da una naturale mobilità o elasticità dipendente dalla brevità del suo ciclo di utilizzo $= C=I+L+D$;
- le *passività correnti*: quella parte del capitale acquisito (K) formata da passività a breve ciclo di estinzione e da passività a breve ciclo di utilizzo.

È, quindi, esprimibile come il rapporto tra il grado di elasticità degli investimenti (C/K) e il grado di elasticità delle fonti (p/K):

$$q_M = \frac{C}{K} : \frac{P}{K} \langle \rangle = 1$$

Oppure come il prodotto tra il grado di elasticità degli investimenti (C/K) e il grado di rigidità dei finanziamenti (K/p):

$$q_M = \frac{C}{K} * \frac{K}{P} \langle \rangle = 1$$

Il **MARGINE DI STRUTTURA (M)** che misura la "solidità finanziaria" è il **CIRCOLANTE NETTO DISPONIBILE** dato dalla seguente differenza:

$$M = C - p \langle \rangle = 0$$

Quozienti Strutturali Complessi: il quoziente di TESORERIA & il CIRCOLANTE DI TESORERIA (= circolante netto depurato delle disponibilità non liquide)

Il **quoziente di tesoreria (q_M')** esprime l'attitudine dell'impresa a soddisfare gli impegni finanziari "brevi", mediante l'utilizzazione della parte di circolante lordo

costituita dalle disponibilità liquide immediate e da quelle che possono divenire tali a breve termine.

A parità di condizioni, il quoziente di tesoreria è sempre minore del quoziente di disponibilità.

Il quoziente di tesoreria è definito dal rapporto tra la somma delle disponibilità liquide immediate e di quelle differite ($l + L = C - D$) e l'ammontare delle passività correnti (p):

$$q_{M'} = \frac{l + L}{P} \leq 1$$

Il quoziente definisce il CIRCOLANTE NETTO DI TESORERIA, ossia il MARGINE DI STRUTTURA (M') dato da:

$$M' = (l + L) - p = (C - D) - p \leq 0;$$

$$M' = M - D$$

Quozienti Strutturali Complessi: il quoziente di AUTOCOPERTURA DEL CAPITALE FISSO & il CAPITALE PROPRIO DI ESERCIZIO (=capitale proprio al netto del capitale fisso)

Il **quoziente di autocopertura del capitale fisso ($q_{M''}$)** varia in funzione diretta sia del grado di elasticità degli investimenti, sia del grado di indipendenza della gestione dall'indebitamento, ovvero:

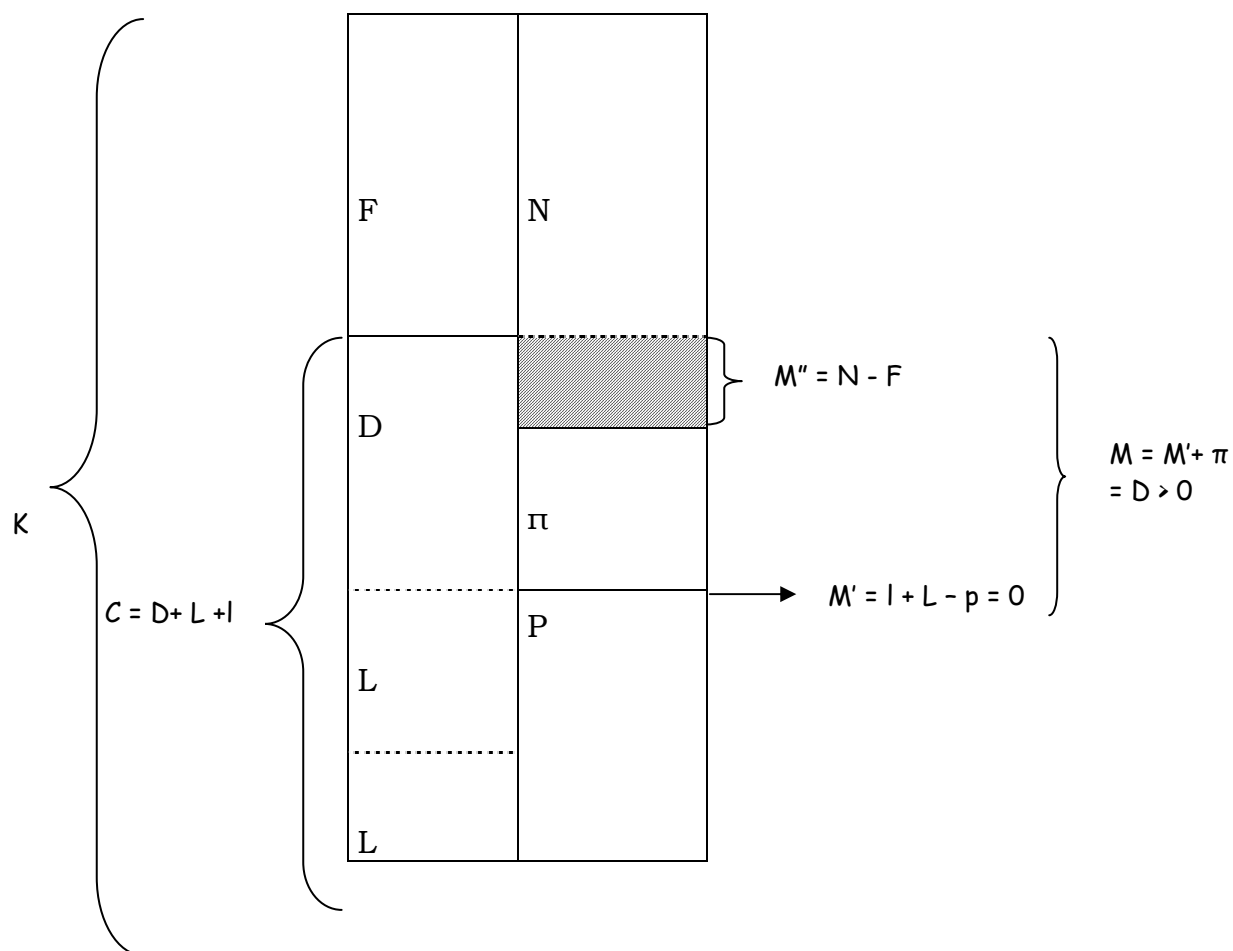
$$q_{M''} = \frac{K}{F} * \frac{N}{K} \leq 1$$

Quest'indice manifesta il MARGINE DI STRUTTURA (M'') esprimente il capitale proprio d'esercizio e può essere inteso:

6. come quota parte del capitale d'esercizio coperta con "mezzi propri";
7. come quota parte del capitale proprio che resta disponibile per la copertura dei fabbisogni di circolante.

$$M'' = N - F$$

1) Relazioni tra i quozienti finanziari q_M , $q_{M'}$, e $q_{M''}$ e tra essi ed i relativi margini strutturali M , M' e M'' , con riferimento a condizioni minime di "ideale struttura finanziaria"



QUOZIENTI REDDITUALI: FONTI DEI DATI

Configurazione del Conto Economico “a valore aggiunto”

La fonte principale nell’analisi “reddituale” del bilancio è il Conto Economico configurato a “valore aggiunto”: esso classifica i componenti di reddito “per natura” e perviene a risultati economici intermedi di fondamentale rilievo informativo, tra cui:

- Il valore aggiunto della produzione ottenuta;
- Il valore aggiunto caratteristico;
- Il Margine Operativo Lordo (MOL);
- Il Reddito Operativo.

Ricavi netti di vendita	
+ ricavi complementari tipici	
± variazione delle scorte di prodotti semilavorati	
+ costi patrimonializzati per costruzioni interne	
= VALORE DELLA PRODUZIONE OTTENUTA	
- costi delle materie prime consumate	
- costo dei servizi consumati	
- altri costi di gestione	
= VALORE AGGIUNTO CARATTERISTICO	
- costi del personale	
= MARGINE OPERATIVO LORDO	
- ammortamenti	
- altri accantonamenti	
= REDDITO OPERATIVO	
± risultato della gestione finanziaria	
± risultato della gestione atipica	
= REDDITO DELLA GESTIONE CORRENTE	
± risultato della gestione straordinaria	
= REDDITO PRIMA DELLE IMPOSTE	
- imposte	
= REDDITO NETTO DELL'ESERCIZIO	

Configurazione del Conto Economico “a costi e ricavi del venduto”

Questa configurazione, definita negli anni '70 col metodo IMI dalla scuola di analisi finanziaria dell'istituto mobiliare, rivolge particolare attenzione alla gestione caratteristica, facendo emergere importanti risultati intermedi quali:

- Il costo della produzione venduta o costo del venduto;
- Il margine lordo sulle vendite o margine lordo industriale;
- Il reddito operativo.

RICAVI NETTI DI VENDITA	V
+ ricavi complementari tipici	
= RICAVI COMPLESSIVI NETTI	
- costo del venduto	
= MARGINE LORDO SULLE VENDITE	
- costi commerciali	
- costi amministrativi	
= REDDITO OPERATIVO	
± risultato della gestione finanziaria	
± risultato della gestione atipico-patrimoniale	
= REDDITO DELLA GESTIONE CORRENTE	
± risultato della gestione straordinaria	
= REDDITO PRIMA DELLE IMPOSTE	
- imposte	
= REDDITO NETTO DELL'ESERCIZIO	

La REDDITIVITA' OPERATIVA ed il quoziente reddituale che la esprime: ROI (Return on Investment)

La “REDDITIVITA' OPERATIVA” trova la sua sintesi quantitativa nel rapporto istituibile tra il “reddito operativo” (al lordo di oneri finanziari e tributari) del periodo ed il corrispondente capitale investito, ovvero:

$$ROI = R_o / (K - k_a - L) \ll \gg = 0$$

dove:

K = Capitale investito medio

k_a = Investimenti medi atipici

L = Valore medio delle scorte liquide

Ponendo:

$$k_a = 0$$

$$1 = 0$$

Ovvero ponendo la trascurabilità di investimenti atipici e di scorte liquide, si perviene alla formula semplificata:

$$\text{ROI} = (R_o / K) \leq 0$$

IL CAMPO DI VARIABILITA' del ROI

Può così definirsi:

- ROI = 0 , per $R_o = 0$, ovvero per reddito operativo nullo;
- ROI < 0, con reddito operativo negativo e cioè con una “perdita” nella gestione caratteristica;
- ROI > 0, con reddito operativo positivo, ovvero con un “utile operativo”.

CONDIZIONI DI REDDITIVITA' OPERATIVA come variabili del ROI

1. caratteristiche dimensionali/strutturali dell'attività aziendale;
2. condizioni di efficienza interna (produttività) ed esterna (competitività);
3. caratteri morfologici di maggiore o minore elasticità strutturale dell'impresa: ovvero la conveniente combinazione tra rigidità delle strutture d'impresa ed elasticità della gestione.
 - CONDIZIONI DI ATTIVITA' = V/K
Inteso come il **ricavo medio per unità di capitale investito nell'area operativa**
 - CONDIZIONI DI ELASTICITA' = S_f/S_v
Inteso come il **rapporto tra costi fissi e costi variabili**
 - CONDIZIONI DI EFFICIENZA

- *condizioni di PRODUTTIVITA'* che si trovano riflesse:
 - nel quoziente (K/S_v) esprime il “grado di utilizzazione” della capacità produttiva : esso deriva dal rapporto tra un dato di *potenzialità operativa* (risorse disponibili sotto forma di investimenti in essere) ed il volume dei costi variabili;
 - nel quoziente:
 -

$$\frac{S_f + S_v}{K} = \frac{S_f/S_v + 1}{K/S_v}$$

esprime il *costo medio operativo di produzione per unità di capitale investito*

- *condizioni di COMPETITIVITA'* che riguardano:
 - l'efficienza esterna dell'impresa sul mercato del lavoro;
 - l'efficienza esterna dell'impresa nei mercati di acquisizione dei fattori

La capacità remunerativa dei ricavi come complessa condizione di efficienza economica ed il quoziente reddituale: INDICE DI ECONOMICITA' DELLE VENDITE (ROS)

Il quoziente reddituale che sintetizza le condizioni di remuneratività del flusso di ricavi esprime il *reddito medio operativo per unità di ricavo netto* ed emerge dal rapporto tra il “reddito operativo” (R_o) ed i corrispondenti ricavi netti di vendita (V), propri della gestione caratteristica, ovvero:

$$ROS = R_o/V \leq 0$$

Dove:

- il *numeratore* esprime il risultato economico di un'attività aziendale qualitativamente e quantitativamente determinata dalle condizioni interne ed esterne, proprie della “gestione tipica”;
- il *denominatore* rappresenta, in termini numerici, il volume di tale attività.

In quanto *quoziente positivo* ($ROS > 0$), esso esprime la porzione di *ricavo netto ancora disponibile dopo la copertura di tutti i costi attribuiti alla gestione caratteristica*.

Quando $ROS = 0$, la *capacità remunerativa del flusso di ricavi è limitata alla sola copertura dei costi operativi*. Un indice negativo, invece ($ROS < 0$) segnala *inettitudine dei ricavi operativi a coprire tutti i costi della gestione caratteristica*.

Quoziente di “redditività globale” ed il suo significato come tasso di remuneratività del capitale proprio (ROE= return on equity)

È il rapporto tra il reddito netto globale risultante dal bilancio (R_n) ed il capitale proprio mediamente risultante dall'accostamento di due stati patrimoniali consecutivi (N), ovvero:

$$ROE = (R_n / N) \geq 0$$

Il ROE indica il *livello cui viene commisurata la base remunerativa del capitale acquisito dall'impresa con vincolo del “pieno rischio”*.

a) analisi dei fattori del ROE

quale prodotto aritmetico tra:

1) il quoziente di “redditività operativa” = $ROI = R_o / (K - k_a - l)$
 ≥ 0

2) il “peso” degli “investimenti operativi” ($K - k_a - l$) sul capitale investito globale (K), espresso dal seguente rapporto:

$$(K - k_a - l) / K \leq 1$$

3) il “grado di indebitamento”: $(K/N) \geq 1$;

4) l'indice di incidenza del reddito netto globale sul reddito operativo: $(R_n/R_o) \geq 0$

La nuova formulazione che ne risulta è la seguente:

$$ROE = \frac{R_o}{K - k_a - l} * \frac{K - k_a - l}{K} * \frac{K}{N} * \frac{R_n}{R_o} \geq 0;$$

$$ROE = \frac{R_o}{K} * \frac{K}{N} * \frac{R_n}{R_o} \geq 0$$

Ne segue che il *tasso di redditività del capitale proprio dipende:*

- o dalla *situazione economica* dell'impresa, espressa in termini di "redditività operativa";
 - o dalla *struttura finanziaria* dell'impresa, espressa in termini di "grado di indebitamento";
 - o dall'*onerosità della "gestione finanziaria" e delle restanti "aree extra-operative"*.
- o

b) Effetto "leva"

Si definisce "effetto leva" l'effetto che si produce nell'azienda che ha finanziato i suoi investimenti anche con capitale di credito quando la struttura finanziaria agisce come "fattore moltiplicativo" del ROI, producendo un "effetto amplificativo" sul ROE

$$\text{ROE} = \frac{\text{Ro}}{\text{K}} * \frac{\text{K}}{\text{N}} * \frac{\text{Rn}}{\text{Ro}} \leq 0$$

In alcune circostanze, dunque, l'azienda può migliorare la sua redditività netta facendo *leva* sul capitale di terzi.

In genere il tasso di incidenza del risultato netto sul risultato operativo ha un valore inferiore ad uno e decrescente all'aumentare dei componenti non operativi. Tale tasso ha un effetto riduttivo sul ROE.

L'effetto riduttivo e quello moltiplicativo tendono a compensarsi.

La redditività del capitale di rischio varia al variare di:

- Redditività del capitale investito (espressione della economicità della gestione tipica);
- La struttura finanziaria dell'impresa;
- Il peso degli oneri finanziari e degli altri oneri e proventi non tipici.

Analisi della “leva finanziaria”

$$\text{Se } \frac{ROE}{ROE} = \frac{R_n}{N} \text{ e } R'_n = R_o - Of$$

$$\frac{ROE}{E} = \frac{R'}{N} \times \frac{R_n}{R'_n}$$

$$\frac{ROE}{E} = \left[\frac{R_o}{N} - \frac{Of}{N} \right] \times \frac{R_n}{R'_n}$$

$$\frac{ROE}{E} = \left[\frac{R_o}{K} \times \frac{K}{N} - \frac{Of}{T} \times \frac{T}{N} \right] \times \frac{R_n}{R'_n}$$

Poichè:

$$\frac{K}{N} = \frac{1 + T}{N}$$

$$\frac{ROE}{E} = \left[\frac{R_o}{K} + \frac{R_o}{K} \times \frac{T}{N} - \frac{Of}{T} \times \frac{T}{N} \right] \times \frac{R_n}{R'_n}$$

Mettendo in evidenza T/N, ovvero:

$$\frac{ROE}{E} = \left[\frac{R_o}{K} + \frac{T}{N} \times \left[\frac{R_o}{K} - \frac{Of}{T} \right] \right] \times \frac{R_n}{R'_n}$$

Poiché R_o/K è uguale al ROI, definendo Of/T come “i” si ottiene:

$$\frac{ROE}{E} = ROI \times \frac{R_n}{R'_n} + \frac{T}{N} \times [ROI - i] \times \frac{R_n}{R'_n}$$

Il rapporto di indebitamento agisce come moltiplicatore del divario esistente tra “redditività del capitale investito” e “onerosità del capitale di terzi”. Questo può assumere segno positivo o negativo.

Se $T/N = 0$ (in assenza di capitale di terzi),

$$\frac{ROE}{E} = ROI \times \frac{R_n}{R'_n}$$

$$\frac{\quad}{n}$$

Se $ROI > i$:

$$\frac{RO}{E} > ROI \times \frac{Rn}{R'n}$$

E la disuguaglianza cresce al crescere di $T/N =$ **effetto leva positivo**

Se $ROI < i$:

$$\frac{RO}{E} > \frac{Rn}{R'n}$$

E la disuguaglianza cresce al crescere di $T/N =$ **effetto leva negativo.**

TECNICA DEI FLUSSI

FLUSSO DI “CAPITALE CIRCOLANTE NETTO” GENERATO DALLA GESTIONE REDDITUALE

Il flusso di Capitale Circolante Netto (CCN) generato dalla gestione reddituale può essere determinato attraverso due procedimenti: diretto e indiretto. Entrambi i procedimenti richiedono la classificazione finanziaria delle componenti del Conto Economico.

Procedimento diretto

Il flusso generato dalla gestione reddituale si calcola con procedimento diretto *sottraendo i costi monetari dai ricavi monetari.*

Ricavi monetari:
+ <i>ricavi delle vendite e delle prestazioni</i>
+ <i>Incremento delle rimanenze di prodotti finiti</i>
+ <i>Altri ricavi e proventi</i>
+ <i>Incremento rimanenze materie prime, ecc.</i>
+ <i>Altri proventi finanziari</i>
Costi monetari
- <i>costi di acquisto di materie prime, ecc.</i>
- <i>costi per servizi</i>
- <i>costi per godimento beni di terzi</i>
- <i>salari e stipendi</i>
- <i>oneri sociali</i>
- <i>TFR (quote pagate e ritenuta)</i>
- <i>svalutazione crediti compresi nell'attivo circolante</i>
- <i>altri accantonamenti</i>
- <i>interessi e altri oneri finanziari</i>
- <i>imposte sul reddito</i>
= Flusso generato dalla gestione reddituale

Procedimento indiretto

Il flusso generato dalla gestione reddituale si ottiene con procedimento indiretto *rettificando l'utile dell'esercizio per eliminare l'influenza delle componenti non monetarie*. Si tratta di neutralizzare gli effetti delle operazioni che, seppur rilevanti sotto il profilo economico, risultano prive di conseguenze del CCN.

I costi non monetari, che hanno influenzato negativamente il risultato economico, dovranno dunque essere aggiunti, mentre i ricavi non monetari che lo hanno influenzato positivamente, verranno sottratti.

Utile dell'esercizio
+ costi non monetari:
+ <i>TFR (quota maturata al netto della ritenuta)</i>
+ <i>ammortamento delle immobilizzazioni immateriali</i>
+ <i>ammortamento delle immobilizzazioni materiali</i>
+ <i>svalutazioni di partecipazioni</i>
+ <i>minusvalenze straordinarie</i>
Costi monetari
- costi di acquisto di materie prime, ecc.
- costi per servizi
- costi per godimento beni di terzi
- salari e stipendi
- oneri sociali
- TFR (quote pagate e ritenuta)
- svalutazione crediti compresi nell'attivo circolante
- altri accantonamenti
- interessi e altri oneri finanziari
- imposte sul reddito
= Flusso generato dalla gestione reddituale

Se il flusso generato dalla gestione reddituale è *superiore* all'utile di esercizio, la gestione – in termini di CCN – ha prodotto un flusso di risorse superiore a quanto evidenziato dall'eccedenza dei ricavi sui costi di competenza

Ciò accade perché i ricavi non monetari sono inferiori ai costi non monetari e quell'eccedenza influisce negativamente sull'utile d'esercizio.

FLUSSO DI CASSA (CASH FLOW)

L'analisi dei flussi di cassa (cash flow), considerata a seguito della evoluzione delle tecniche di analisi economico-finanziarie tra le più attendibili, consiste nell'analisi delle entrate e delle uscite di cassa (in senso allargato e, dunque, compreso i conti bancari) di un business o una azienda. Lo strumento è essenziale per comprendere la sostenibilità di un business o di una azienda e si tratta di un'analisi di tipo dinamico.

Esistono, tuttavia, molteplici definizioni di tecniche di cash flow; gli analisti finanziari di borsa consideravano un indice dei cash flow la somma tra utile netto e poste non monetarie:

Cash flow = utile netto + ammortamenti + accantonamenti al fondo TRF

oppure soltanto:

Cash flow = utile netto + ammortamenti

ma tali definizioni sono più vicine al concetto economico di autofinanziamento che a quello finanziario di cash-flow.

Essenzialmente per il calcolo del cash-flow operativo (Unlevered Free Cash Flow o UFCF) esistono due diverse formule:

1. cash-flow operativo dato da:

$CF_{op} = \text{Ricavi tipici} - \text{costi gestionali tipici} - \text{incrementi dei crediti} - \text{variazione del Magazzino} + \text{incremento dei Debiti non Bancari}$

2. cash-flow operativo dato da:

$CF_{op} = MOL \pm \Delta CCN - \text{investimenti}$

dove:

- il MOL viene calcolato, come differenza fra costi e ricavi tipici che coinciderebbe (se costi e ricavi coincidessero con entrate ed uscite senza dilazione di pagamento) con il cash-flow in prima approssimazione;
- il Δ CCN indica la variazione di capitale circolante netto rispetto all'anno precedente la quale va intesa come variazione dello stesso CCN in senso stretto (data cioè da: magazzino + crediti di gestione - debiti di gestione): se la variazione è in aumento il cash-flow operativo diminuisce e viceversa (se, cioè, $CCN1 > CCN0 \rightarrow CFop1 < CFop0$ in quanto aumentano le immobilizzazioni in magazzino ed i crediti e dunque la liquidità diminuisce).

Nel dettaglio:

Risultato operativo
+ ammortamento
+ crediti iniziali
- crediti finali
- rimanenze finali
+ rimanenze iniziali
- debiti iniziali
+ debiti finali
- fondi di accantonamento iniziali
+ fondi di accantonamento finali
± risultato della gestione caratteristica
- imposte pagate nell'esercizio
= flusso di cassa della gestione corrente
- investimenti in immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie
+ disinvestimenti di immobilizzazioni
+ aumenti di capitale
+ aumenti di prestiti
- dividendi pagati
- restituzione di prestiti
± proventi e oneri finanziari
= flusso di cassa

Nell'ipotesi in cui il flusso di cassa netto risultasse "negativo" si verificherebbero "tensioni di liquidità" all'interno dell'azienda, sarà necessario:

1. **rivedere** le politiche finanziarie dell'impresa per eliminare alla radice le cause degli squilibri;
2. **rimediare provvisoriamente** con un indebitamento di tesoreria (c/c passivi, sui quali si può aumentare il grado di utilizzo del fido):
3. **attivare** rimedi strutturali quali, ad esempio:
 - conversione di "debiti a breve" in "debiti a medio-lungo" termine con garanzia reale (spostando nel tempo le uscite per il "rimborso dei debiti");
 - riduzione o azzeramento dei dividendi distribuiti (evitando uscite);
 - emissione a pagamento di nuove azioni, se i soci hanno capitali e sono disposti a investirli nell'azienda (per avere entrate straordinarie aggiuntive);
 - richiesta di contributi in conto capitale;
 - cessione di attività accessorie (se esistenti).