

**Università degli Studi *Mediterranea* di Reggio Calabria**  
**Dipartimento di Giurisprudenza, Economia e Scienze Umane**  
**(DIGIES)**

**ELEMENTI DI ANALISI DI BILANCIO**

**Dispensa ad uso degli studenti**

**A cura di:**

**Prof. Massimo Costa**  
**Ordinario di Ragioneria**  
**Dipartimento SEAS**  
**Università degli Studi di Palermo**

**Dott. Giuseppe Valenza**  
**Assegnista di ricerca**  
**Dipartimento DIGIES**  
**Università degli Studi *Mediterranea* di Reggio Calabria**

## L'analisi di bilancio: generalità

### Definizioni

Si definisce *analisi di bilancio* qualunque attività di studio dei saldi di bilancio volta a determinare lo stato e le prospettive dell'azienda cui il bilancio si riferisce.

L'analisi si può realizzare in tanti modi. Tra questi, ad esempio, si annoverano le redazioni di rendiconti finanziari diversi da quello obbligatorio (come ad esempio il rendiconto dei flussi di capitale circolante netto), che prendono il nome di *analisi per flussi*, ovvero la costruzione di differenze tra poste attive e passive, o tra proventi e oneri, o tra entrate e uscite, che prendono il nome di *analisi per margini*.

Ma l'analisi di bilancio più ricorrente è quella nella quale si pongono a rapporto più grandezze tra di loro, almeno una a numeratore e almeno una a denominatore. Questo tipo di analisi è detta *analisi per indici*. L'analisi per indici è uno strumento molto potente, perché è espresso in numeri puri, indipendenti dall'unità di conto prescelta, che possono essere confrontati nel tempo in una analisi dei rendimenti aziendali, o nello spazio rispetto a valori medi per settore. L'analisi per indici, in altri termini, è quella che forse meglio di altre si presta a valutare lo stato di salute dell'azienda, e quindi, soprattutto per gli investitori attuali e potenziali, a valutare la convenienza ad acquistare, detenere o vendere strumenti finanziari da questa emessi, siano essi strumenti di netto, siano essi strumenti di debito. Quindi gli "analisti finanziari" sono essenzialmente esperti di bilancio che consigliano ai detentori di capitale dove è più redditizio e meno rischioso investire le proprie disponibilità.

Naturalmente, accanto a questo tipo di analisi, che potremmo definire *esterna*, per i suoi destinatari, possiamo avere anche un'analisi *interna*, rivolta a portatori di interessi interni, cioè agli organi aziendali, con la quale si ha uno strumento del controllo di gestione. In questo caso il valore degli indici può essere pure paragonato a valori medi di settore (*benchmark*) ovvero a valori obiettivo o standard (*best practice*).

### Tipi di analisi

L'analisi di bilancio può riguardare tre aspetti degli stati o andamenti aziendali:

- *patrimoniale* (equilibrato rapporto tra fondi attivi e passivi);
- *economico* (capacità dell'azienda di creare ricchezza, cioè di produrre reddito in relazione al capitale investito);
- *finanziario* (capacità dell'azienda di avere la liquidità sufficiente a far fronte con regolarità, almeno nel breve periodo, alle proprie obbligazioni).

Il primo aspetto può essere compendiato nel concetto di *solidità*, cioè di equilibrio tra le fonti e gli impieghi di capitale.

Il secondo aspetto può essere compendiato nel concetto di *economicità*, cioè nel mantenimento dell'equilibrio economico tra il valore dei fattori trasformati in *output* e il valore dei fattori trasformandi e trasformati in *input*.

Il terzo aspetto può essere compendiato nel concetto di *solvibilità*, cioè nella suddetta capacità delle entrate monetarie di far fronte alle uscite monetarie.

L'analisi di bilancio può essere *storica*, se prende come bilancio di partenza un bilancio consuntivo, come il bilancio d'esercizio che abbiamo studiato, oppure *prospettica*, se prende come bilancio di partenza un bilancio preventivo come il budget. In ogni caso la distinzione è più formale che sostanziale, atteso che la solidità, economicità e solvibilità sono sempre valutate con una proiezione verso il futuro nel primo caso e che, nel secondo caso, i dati non sono mai del tutto indipendenti da elementi consuntivi che vengono proiettati verso il futuro.

L'analisi di bilancio presuppone la disponibilità di informazioni non sempre disponibili nell'informativa di bilancio. La qualità dell'analisi riposa quindi, in ogni caso, sulla qualità e sul grado di dettaglio con cui si dispone di informazione "finanziaria" adeguata. In ogni caso gli indici non possono essere calcolati *sic et simpliciter* dai prospetti di bilancio pubblicati, ma da una loro previa rielaborazione, già finalizzata a tale scopo.

Un tema preliminare rispetto all'analisi di bilancio è quindi quello delle *riclassificazioni di bilancio*. Nel prosieguo proporremo le più frequenti riclassificazioni dei due principali prospetti di bilancio: lo stato patrimoniale e il conto economico.

### Riclassificazione dello Stato patrimoniale

La riclassificazione dello stato patrimoniale avviene fondamentalmente secondo due criteri:

- Criteri finanziari;
- Criteri funzionali.

La classificazione secondo *criteri finanziari* distingue sostanzialmente le attività e le passività in funzione del loro grado di liquidabilità/esigibilità.

Al termine di questa riclassificazione lo stato patrimoniale assume la seguente struttura:

<b>Attivo corrente:</b>	Liquidità immediate	<b>Capitale di terzi:</b>	Passività correnti
	Liquidità differite		Passività consolidate
	Disponibilità		
<b>Attivo fisso:</b>	Immobilizzazioni nette	<b>Capitale proprio:</b>	Patrimonio netto

Fig. 1

L'attivo corrente non va confuso con l'attivo circolante dello stato patrimoniale, anche se sono due grandezze piuttosto simili. L'attivo circolante, infatti, è costituito da tutte le attività operative che sono utilizzate in un solo ciclo produttivo, qualunque sia la sua durata, e solo quando sono slegate dai cicli produttivi (come le attività finanziarie ad esempio) si adotta come criterio di classificazione quello finanziario. L'attivo corrente, invece, è quello che è già in forma di disponibilità liquida o è un impiego che si prevede tornerà in forma liquida in meno di 12 mesi, non importa se a fecondità semplice o a fecondità ripetuta.

Al suo interno troviamo le liquidità immediate, che sono già in forma liquida, le liquidità differite, essenzialmente i crediti di regolamento, che si trasformeranno in mezzi liquidi entro i 12 mesi, e le "disponibilità", che sono essenzialmente le rimanenze di magazzino, il cui "realizzo" in 12 mesi è meno diretto, giacché prima devono essere vendute, cioè trasformate in liquidità differite e dopo ancora, all'incasso, trasformate in mezzi liquidi.

Le altre attività sono "fisse".

Lo stato patrimoniale riclassificato secondo criteri finanziari

Similmente le passività correnti sono quelle destinate ad essere regolate entro 12 mesi o comunque a vista. Esse, insieme alle passività di scadenza maggiore, costituiscono il capitale di terzi, mentre il patrimonio netto costituisce il capitale proprio. In una classificazione alternativa patrimonio netto e passivo consolidato costituiscono il “capitale permanente”, contrapposto unitariamente all'attivo fisso.

Per definizione, si avrà:

Capitale permanente = Capitale fisso + Capitale circolante netto

Come si arriva a questa struttura partendo dallo stato patrimoniale del codice civile? Si considerino ad una ad una le voci che lo compongono.

I “Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti” (Macrovoce A dell'attivo patrimoniale) sono distinti tra la parte richiamata e quella non ancora richiamata. La prima si porta nelle liquidità differite, la seconda si sottrae dal patrimonio netto.

Le “Immobilizzazioni immateriali e materiali” (Voci B-I e B-II dell'attivo patrimoniale) di norma affluiscono all'attivo fisso, compresi gli acconti e le immobilizzazioni in corso. Però dobbiamo togliere le immobilizzazioni di cui si prevede la dismissione entro l'anno e riclassificarle sotto la voce “disponibilità”, come se fossero rimanenze. Naturalmente dette immobilizzazioni saranno, come nello stato patrimoniale, al netto dei fondi di ammortamento e di svalutazione.

Le “Immobilizzazioni finanziarie” (Voce B-III dell'attivo patrimoniale) sono di norma allocati nell'attivo fisso, naturalmente al netto di eventuali fondi di svalutazione. Fra questi, però, i crediti di finanziamento vanno decurtati della quota che scade entro il prossimo esercizio, che invece va ad essere inserita tra le liquidità differite. Se si prevede l'alienazione di partecipazioni “strategiche”, allocate tra le immobilizzazioni, o anche di altri titoli o strumenti derivati, parimenti allocate tra le immobilizzazioni, queste devono essere allocate tra le liquidità differite dell'attivo corrente.

Le “Rimanenze” (Voce C-I dell'attivo patrimoniale), compresi gli acconti e al netto di eventuali fondi di svalutazione, vanno di norma tra le disponibilità dell'attivo corrente. E tuttavia bisogna riclassificare nell'attivo fisso sia quelle rimanenze, che in ragione del settore merceologico in cui opera l'azienda, sono destinate a permanere nel patrimonio aziendale più di 12 mesi, sia – in tutte le altre – le cosiddette “scorte di sicurezza” che di fatto rappresentano una immobilizzazione di risorse per evitare le cosiddette rotture di magazzino.

I “Crediti” dell'attivo circolante (Voce C-II dell'attivo patrimoniale), al netto di eventuali fondi di svalutazione, vanno di norma tra le liquidità differite. Vanno però stralciate alcune partite e riclassificate nell'attivo fisso. Così, ad esempio le quote di questi crediti che scadono oltre l'esercizio. E così pure, qualunque sia la scadenza formale o anche a vista le cauzioni contrattuali versate a tempo indeterminato che di fatto costituiscono immobilizzazioni finanziarie. I crediti per imposte anticipate vanno comunque riclassificati nell'attivo fisso.

Le “Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni” (Voce C-III dell'attivo patrimoniale) vanno allocate tra le liquidità differite, a meno che non siano costituite da titoli (di debito pubblico, ad esempio) a brevissimo termine (es. 3 mesi) o ad altissima liquidabilità, che in tal caso vanno classificati direttamente tra le liquidità immediate.

Come si  
riclassificano le  
singole voci  
dello stato  
patrimoniale

Le “Disponibilità liquide” (Voce C-IV dell’attivo patrimoniale) sono per definizione liquidità immediate.

I “Ratei e risconti attivi” (Macrovoce D dell’attivo patrimoniale), vanno così scomposti: i ratei attivi, come i crediti, vanno nelle disponibilità differite; i risconti attivi, come le rimanenze, vanno tra le disponibilità (ma se i relativi debiti di cui rappresentano il costo sospeso, non sono stati ancora pagati, è meglio abatterli direttamente dai debiti in contropartita); i risconti pluriennali (sempre che non sono stati abbattuti dai debiti in passivo in caso non siano stati ancora pagati) vanno riclassificati nell’attivo fisso, come le immobilizzazioni. Anche gli eventuali ratei pluriennali (rari in realtà) vanno riclassificati nell’attivo fisso.

Il “Patrimonio netto” (Macrovoce A del “passivo” patrimoniale) è per definizione il capitale proprio. E tuttavia da esso deve essere detratta la parte di utile che si prevede di dare in distribuzione ai soci sotto forma di dividendi (e così eventualmente, se se ne ha notizia, porzioni di capitale o di riserve in caso di rimborso ai soci). Queste detrazioni dovranno essere riclassificate nel passivo corrente.

I “Fondi per rischi e oneri” (Macrovoce B del passivo patrimoniale) meritano un’attenta analisi, per stabilire la quota di essi da attribuire a passivo corrente e quella da attribuire a passivo consolidato. Il fondo imposte differite in ogni caso è passivo consolidato. Si tratta di prevedere quanta parte di tutti questi accantonamenti sarà spesa nel corso del prossimo esercizio, ed attribuirli a passivo corrente. La parte restante sarà passivo consolidato.

I “Debiti per trattamento di fine rapporto” (Macrovoce C del passivo patrimoniale) vanno in gran parte nel passivo consolidato. Però da questi vanno detratte e classificate nel passivo corrente le somme che si prevede di corrispondere al personale che va a cessare dal servizio entro i prossimi 12 mesi.

I “Debiti” (Macrovoce D del passivo patrimoniale) sono già distinti in base alla scadenza: quelli entro i 12 mesi vanno classificati nel passivo corrente, quelli oltre i 12 mesi nel passivo consolidato. È dubbia la catalogazione degli acconti passivi. In teoria dovrebbero essere una categoria a parte (una sorta di “disponibilità passive”), ma nella pratica sono confusi con il passivo corrente, o con il passivo consolidato se il bene o servizio non è da consegnare o erogare entro i 12 mesi. In alternativa possono anche essere abbattuti dalle disponibilità in attivo in quanto non sono vere e proprie passività esigibili.

Sempre fra i debiti c’è qualche dubbio sulle passività “a vista” (gli scoperti di conto corrente). Per un verso sono “a scadenza zero”, e quindi passività correnti per definizione. Ma ci sono almeno due alternative. C’è chi sostiene che una parte di questi scoperti, proprio per non essere sostanzialmente mai richiesta, costituisce una forma di finanziamento permanente, e quindi andrebbe inserita nel passivo consolidato. E c’è chi sostiene che, trattandosi di “moneta negativa”, queste andrebbero detratte dalle liquidità immediate presenti nell’attivo.

I “Ratei e risconti passivi” (Macrovoce E del passivo patrimoniale) sono speculari a quelli attivi. La quota pluriennale di risconti e ratei va nel passivo consolidato, il resto nel passivo corrente. Se il risconto passivo (corrente o consolidato) è relativo a un ricavo non ancora incassato è preferibile abatterlo dal

relativo credito in contropartita. Anche i risconti, come gli acconti, sono una sorta di disponibilità passive, ma per semplicità sono fatti confluire nel passivo corrente.

Accanto a questi elementi nell'attivo fisso vanno inseriti i beni detenuti in leasing finanziario, dedotti dalla nota integrativa. Essi sono nella forma beni di terzi, ma nella sostanza sono beni in piena disponibilità dell'azienda, e vanno quindi inseriti tra le immobilizzazioni al netto di un opportuno fondo di ammortamento (e di un eventuale fondo di svalutazione). Al passivo, in contropartita, vanno inseriti i canoni di leasing residui attualizzati ad un opportuno tasso di interesse, naturalmente nel passivo consolidato per le quote scadenti oltre i 12 mesi, e in quello corrente, per la quota scadente nel successivo esercizio. L'eventuale differenza tra quanto iscritto in attivo fisso e nel capitale di terzi, va inserita nel capitale proprio in più o in meno a seconda del segno algebrico risultante.

La classificazione *secondo criteri funzionali* sostanzialmente distingue, all'interno dell'esercizio parziale, cinque esercizi particolari o "aree" della gestione:

- Area operativa, o tipica, o caratteristica;
- Area accessoria;
- Area finanziaria;
- Area straordinaria;
- Area tributaria.

Tutte le attività e le passività sono distinte tra queste cinque aree, mentre il patrimonio netto resta indistinto<sup>1</sup>.

Lo stato patrimoniale riclassificato secondo criteri funzionali

Se si combina questa distinzione con la precedente, anche soltanto per la prima area, si può definire il *Capitale circolante netto operativo*, cioè il capitale circolante (come sopra) ma soltanto quello investito nella gestione operativa. Quindi dovremo togliere dal capitale circolante netto, le disponibilità liquide, i crediti e debiti di natura finanziaria a breve termine (tra cui, ad esempio, i crediti verso soci per versamenti dovuti e richiamati, o cambiali finanziarie passive, etc.), dovremo togliere anche le quote a breve termine di finanziamenti attivi e passivi, e finanche quasi tutti i ratei e risconti, giacché la maggior parte di questi riguarda la gestione patrimoniale (fitti attivi e passivi) che di norma è accessoria, o la gestione finanziaria (interessi attivi e passivi).

Troveremo nel CCNO in pratica crediti e debiti di natura commerciale, rimanenze, comprensive di acconti attivi e al netto di acconti passivi.

La valutazione delle variazioni del CCNO è "bifronte": da un lato i suoi aumenti sono indice di un aumento del livello di attività dell'impresa, e quindi sono da salutare positivamente da un punto di vista di analisi economica; dall'altro si potrebbe essere di fronte soltanto a un rallentamento del ciclo operativo e quindi a un peggioramento delle condizioni finanziarie.

---

<sup>1</sup> In teoria le cinque aree determinano altrettanti "patrimoni netti particolari", dalla cui somma scaturisce il patrimonio netto complessivo, come da bilanciamento analitico. Il punto è che tali distinzioni di patrimonio netto appaiono inutili sul piano comunicativo, essendo solo grandezze del tutto astratte.

Capitale  
circolante netto  
operativo  
e  
Disponibilità  
monetaria netta

Altro aggregato che si ottiene sovrapponendo la distinzione secondo criteri finanziari a quella funzionale, questa volta all'area finanziaria, è quello della *Disponibilità monetaria netta* (che può assumere anche valori negativi). Questa è il "capitale circolante netto" della sola area finanziaria. Quindi dovremo sommare alle disponibilità liquide i crediti finanziari a breve, le quote a breve dei crediti finanziari a lungo termine, i debiti finanziari a breve, le quote a breve dei debiti finanziari a lungo termine e le quote correnti di ratei attivi e passivi di natura finanziaria (volendo, per semplificare, anche se non liquidi, possiamo mettere anche le quote correnti dei risconti a natura finanziaria). L'aggregato ci indica la "cassa potenziale" a breve termine ed è quindi un indicatore di grande rilievo per la valutazione degli andamenti finanziari.

Combinando queste classificazioni e accorpando tra di loro (per semplicità, ma si possono anche distinguere) le attività accessorie, finanziarie, straordinarie e tributarie nell'unica dizione di "extracaratteristiche", ponendole al netto delle relative passività (tranne quelle finanziarie, che per la loro entità vengono lasciate come voce a sé), si ottiene il seguente schema di stato patrimoniale riclassificato:

<b>Disponibilità monetaria netta</b>	<b>Passività finanziarie consolidate</b>
<b>Capitale circolante netto operativo</b>	
<b>Immobilizzazioni operative</b>	<b>Patrimonio netto</b>
<b>Attività extracaratteristiche nette</b>	

Fig. 2

Posizione  
finanziaria netta

Molto spesso, per conoscere l'esposizione finanziaria totale dell'azienda si scorporano le attività finanziarie immobilizzate dalle attività extracaratteristiche, si sommano algebricamente le stesse, insieme alle passività finanziarie consolidate alla disponibilità monetaria netta. L'aggregato che si ottiene, quasi sempre negativo, è la cosiddetta *posizione finanziaria netta*. Questa è negativa per la c.d. "leva finanziaria": l'indebitamento dell'azienda è in sé un fatto positivo finché questo genera costi del debito inferiori ai rendimenti del capitale investito. Ciò induce tutte le imprese, che non possono espandere all'infinito i mezzi propri, a indebitarsi per conseguire volumi d'affari più ampi. La riclassificazione dello stato patrimoniale, in tal caso, assumerà la seguente veste:

<b>Capitale circolante netto operativo</b>	<b>Posizione finanziaria netta</b>
<b>Immobilizzazioni operative</b>	
<b>Attività extracaratteristiche nette</b>	<b>Patrimonio netto</b>

Fig. 3

### Riclassificazione del conto economico

Si considerano nel seguito le più comuni riclassificazioni del conto economico. Come si è visto le configurazioni di conto economico derivano in gran parte dal sistema contabile adottato. Nel seguito trascureremo quelle che non hanno alcun rilievo per l'analisi di bilancio.

Reddito  
operativo ed  
EBIT  
(*earnings before  
interests and  
taxes*)

La riclassificazione del conto economico *a valore e costi della produzione ottenuta* è quella più simile alla configurazione proposta dal codice civile. In essa si distinguono le aree funzionali sopra menzionate: area operativa, accessoria, finanziaria, tributaria e straordinaria.

Le prime due attengono prevalentemente alla *produzione della ricchezza*, le successive soprattutto alla sua *distribuzione*.

La configurazione può essere riassunta nel seguente schema:

Ricavi operativi (Valore della produzione ottenuta)  
- Costi operativi  
**= Reddito operativo (o margine operativo netto)**  
+ Ricavi accessori  
- Costi accessori  
+ Proventi finanziari  
**= Reddito ordinario prima degli oneri finanziari (EBIT)**  
- Oneri finanziari  
**= Risultato ordinario ante imposte**  
- Imposte sul risultato ordinario  
**= Risultato ordinario dopo le imposte**  
± Proventi/Oneri straordinari netti d'imposta  
**= Utile/Perdita d'esercizio**

Fig. 4

La costruzione di questo conto economico comporta la scorporazione dei componenti accessori dalle voci 6) e 14) del conto economico ("Altri ricavi e proventi" e "Oneri diversi di gestione"). I "proventi" e gli "oneri" finanziari comprendono anche le rivalutazioni e svalutazioni di attività e passività finanziarie.

Particolarmente difficile è oggi scorporare dalle voci 6) e 14) i componenti straordinari e calcolare su di essi le imposte sul reddito da detrarre, perché la voce "Componenti straordinari" è stata abolita dalla riforma del 2015, e bisogna attingere ad altre informazioni oltre al bilancio. Si ritiene comunque importante scorporare dal reddito d'esercizio tutti i componenti che non hanno il carattere dell'ordinarietà. Si noti la separazione tra i componenti positivi della gestione finanziaria, attribuiti



alla “produzione del reddito”, da quelli negativi, attribuiti alla “distribuzione”, come remunerazione del capitale di credito.

La configurazione *a ricavi e costi della produzione venduta* differisce dalla precedente perché evidenzia come primo elemento non la produzione operativa ottenuta, ma quella effettivamente venduta, corrispondente alla voce n. 1 del nostro conto economico. Altra caratteristica è quella della distinzione dei costi operativi “per funzione”, distinguendo tra i costi industriali, definiti “costi del venduto”, quelli commerciali e quelli amministrativi. Per il resto è molto simile:

Risultato lordo  
industriale

Ricavi di vendita  
- Costo industriale del venduto  
**= Risultato lordo industriale**  
- Costi commerciali  
- Costi amministrativi e vari “operativi”  
**= Reddito operativo (o margine operativo netto)**  
+ Ricavi accessori  
- Costi accessori  
+ Proventi finanziari  
**= Reddito ordinario prima degli oneri finanziari (EBIT)**  
- Oneri finanziari  
**= Risultato ordinario ante imposte**  
- Imposte sul risultato ordinario  
**= Risultato ordinario dopo le imposte**  
± Proventi/Oneri straordinari netti d’imposta  
**= Utile/Perdita d’esercizio**

Fig. 5

Altra configurazione è quella *a valore aggiunto e margine operativo lordo*. Questa ha il vantaggio di determinare come primo margine il valore aggiunto, cioè la ricchezza prodotta dai fattori produttivi trasformatori e poi, nella parte successiva, la sua distribuzione tra gli stessi. Il conto economico sarebbe “figlio” della variante del valore aggiunto al sistema del reddito. Per costruirlo bisogna distinguere tra i costi esterni, relativi all’acquisto dei fattori trasformandi, e quelli “interni”, cioè relativi alla distribuzione del valore aggiunto tra i fattori trasformatori.

La riclassificazione dà luogo al seguente schema:

Valore aggiunto  
e Margine  
operativo lordo  
(*earnings before  
interests, taxes,  
depreciation and  
amortization*)

Ricavi operativi (Valore della produzione ottenuta)  
- Costi d’acquisto per fatt.trasformandi e consumi di magazz.  
**= Valore aggiunto**  
- Costo del lavoro (compreso il lavoro autonomo)  
**= Margine operativo lordo (EBITDA)**  
- Ammortamenti e accantonamenti  
**= Reddito operativo (o margine operativo netto)**  
+ Ricavi accessori  
- Costi accessori  
+ Proventi finanziari  
**= Reddito ordinario prima degli oneri finanziari (EBIT)**  
- Oneri finanziari  
**= Risultato ordinario ante imposte**  
- Imposte sul risultato ordinario  
**= Risultato ordinario dopo le imposte**  
± Proventi/Oneri straordinari netti d’imposta  
**= Utile/Perdita d’esercizio**

Fig. 6

Margine di  
contribuzione

Come si vede la differenza tra le riclassificazioni attiene sempre alla “parte alta” del conto economico, dove sono evidenziati i saldi considerati di maggior importanza, mentre per la “parte bassa” la scelta comune è quella di distinguere le diverse aree della gestione. Un’ultima riclassificazione che proponiamo è quella che è più debitrice della contabilità analitica, a *margin* di *contribuzione*, dove questo risultato evidenzia il contributo dei ricavi operativi alla copertura dei costi fissi (la c.d. “leva operativa” della *break even analysis*).

La configurazione è la seguente:

Ricavi operativi (Valore della produzione ottenuta)  
- Costi variabili operativi  
**= Margine di contribuzione**  
- Costi fissi operativi  
**= Reddito operativo (o margine operativo netto)**  
+ Ricavi accessori  
- Costi accessori  
+ Proventi finanziari  
**= Reddito ordinario prima degli oneri finanziari (EBIT)**  
- Oneri finanziari  
**= Risultato ordinario ante imposte**  
- Imposte sul risultato ordinario  
**= Risultato ordinario dopo le imposte**  
± Proventi/Oneri straordinari netti d’imposta  
**= Utile/Perdita d’esercizio**

Fig. 7

### Gli indici base nell’analisi di redditività: il ROE e il ROI

Definizione di  
ROE

Ai primi del XX secolo nelle grandi multinazionali USA (la Dupont inc. in particolare), ad uso interno, cioè per il controllo di gestione, si cominciarono ad usare i bilanci come indicatori dello stato di salute delle aziende.

A queste sperimentazioni pionieristiche si devono gli indici base che poi sono stati adottati in tutte le esperienze successive. Negli stessi anni nasceva ad Harvard la prima *Business School* che contribuì all’elaborazione e alla diffusione delle analisi di bilancio anche per uso degli investitori esterni.

Per questi ultimi il dato più importante era sapere quale era il rendimento del capitale investito.

Per questa ragione fu “inventato” il ROE (*return on equity*):

$ROE = R / CP$ , dove

R = Reddito dell’esercizio “n”

CP = Capitale proprio, cioè patrimonio netto

Il ROE rappresenta il rendimento dell’investimento delle azioni, e può essere confrontato con quello medio di settore, ovvero con quello di investimenti alternativi.

Bisogna porre particolare attenzione alle due grandezze da porre a numeratore e a denominatore.

A *numeratore* c'è – come detto – il reddito d'esercizio. A tal proposito, facendo riferimento alle precedenti riclassificazioni del conto economico, è consigliabile non utilizzare il saldo finale, cioè quello di bilancio, bensì quello immediatamente precedente, ovvero il *risultato ordinario dopo le imposte*, questo perché le componenti straordinarie di reddito (sempre che siamo riusciti ad avere le informazioni per poterle correttamente individuare) danno un dato soltanto retrospettivo, che non si ripeterà probabilmente nel futuro. Poiché le nostre analisi devono avere sempre una proiezione prospettica, è bene depurare quindi il risultato economico da tutte le componenti di carattere straordinario.

Quale reddito al  
numeratore

Se le comparazioni avvengono tra redditività di paesi diversi, dotati di fiscalità molto diversa tra di loro, e non si vuole attribuire importanza o responsabilità per il diverso livello di prelievo fiscale, si può calcolare anche il ROE *lordo d'imposta*, mettendo a numeratore il *risultato ordinario prima delle imposte* (salendo quindi ancora nei margini individuati dalle riclassificazioni di conto economico).

Un'ultima correzione del numeratore del rapporto del ROE è quella che consiglia di dedurre dal reddito d'esercizio i cosiddetti “costi figurativi” e, in particolare, il *salario direzionale*, cioè lo stipendio che l'imprenditore dovrebbe pagare a se stesso se si fosse assunto. Questa deduzione diventa di particolare importanza nelle imprese a conduzione familiare (quindi nelle piccole e medie imprese) nelle quali l'investitore nel valutare la convenienza del rendimento dell'investimento di capitale deve decurtare dal reddito quello che in realtà è un compenso per il suo lavoro di imprenditore. Altro onere figurativo che talvolta può essere tolto è il *fitto figurativo*, cioè l'affitto che non si paga per locali messi a disposizione gratuitamente per l'azienda da parte dell'imprenditore. Una parte dell'utile, infatti, l'imprenditore potrebbe ottenerlo semplicemente dando in locazione i suddetti locali a condizioni di mercato. Per calcoli di convenienza comparativa, si può sottrarre anche il cd. *interesse di computo*, cioè l'interesse che l'investitore potrebbe ottenere se investisse il proprio capitale in un investimento finanziario in assenza di rischio (ad esempio in titoli di debito pubblico emessi da uno stato con un elevato *rating*). In tal caso il ROE “differenziale” esprimerebbe quindi soltanto quanto “rende in più” investire in questa società rispetto ad un investimento in assenza di rischio, e quindi poi valutare se questo differenziale remunera adeguatamente il rischio d'impresa.

Anche il *denominatore* del ROE comporta qualche problema applicativo. Infatti i mezzi propri possono cambiare dall'inizio alla fine del periodo.

Se rapportiamo il reddito soltanto al capitale proprio *iniziale* (naturalmente senza la parte di utile dell'esercizio precedente da distribuire ai soci che – come sappiamo – va ascritta alle passività correnti), e poi nel corso dell'esercizio ci sono stati nuovi conferimenti, non avremo tenuto conto dell'apporto di questi nuovi conferimenti alla produzione del reddito.

Quale capitale al  
denominatore

Se, al contrario, rapportiamo il reddito ai mezzi propri finali (naturalmente, questa volta, senza l'utile, che sia da distribuire o no, perché questo va a numeratore) e ci sono stati conferimenti nel corso dell'anno, stiamo sopravvalutando il capitale e quindi sottovalutando il rendimento.

La formula più corretta sarebbe data dalla corretta ponderazione tra i due valori.

Supponiamo, con un esempio numerico, che i mezzi propri iniziali (compresi gli utili dell'esercizio, ma non quelli destinati a distribuzione) siano pari a 350 dall'1 gennaio al 30 settembre; al 30 settembre un conferimento porti il capitale a 400. Alla fine dell'anno si produce un utile di 45.

In tal caso dovremmo porre (arrotondiamo ai mesi, non ai giorni, per semplicità):

$$CP = 9/12 (350) + 3/12 (400) = 262,5 + 100 = 362,5$$

Però, molto spesso, per semplicità ulteriore, si fa solo una media aritmetica semplice:

$$CP = (350+400)/2 = 375$$

Come si vede dall'esempio, la differenza tra una media ponderata accurata (ponderando al giorno si otterrebbe circa 362,6) e una media semplice spesso è poco dissimile e l'approssimazione quindi si ritiene accettabile.

Un limite del ROE è quello di riflettere solo la redditività dei mezzi propri ma non dell'intero capitale investito (che riguarda anche i mezzi di terzi). Altro limite è quello di mettere "dentro" la redditività tutte le aree della gestione (anche togliendo quella straordinaria) e di non evidenziare bene quindi qual è il rendimento dell'attività caratteristica. Esso deve essere affiancato quindi da un indice di efficienza operativa.

Definizione di  
ROI

Questo è dato dal ROI (*return on investments*), la cui formula è:

$$ROI = RO / CI$$

Dove:

RO è il reddito operativo,

CI è il totale capitale investito

Entrambe le grandezze sono facilmente desumibili, rispettivamente, dalle riclassificazioni del conto economico e dello stato patrimoniale.

#### Varianti e approfondimenti di analisi di redditività

Il ROI può essere ulteriormente scomposto come segue:

$$ROI = (RO/V) \times (V/CI)$$

Dove "V" rappresenta il volume dei ricavi di vendita.

ROS e  
Turnover

L'interpretazione di questa scomposizione è che il ROI è determinato da due componenti elementari.

La prima è la redditività sulle vendite, detta anche ROS (*return on sales*) che è tanto maggiore quanto maggiore è il margine applicato sulle vendite rispetto al costo del venduto.

La seconda è il tasso di rotazione delle vendite (detto anche *turnover*), cioè la velocità con la quale il capitale si traduce in realizzi finanziari.

Questa scomposizione appare particolarmente utile dal punto di vista informativo. Infatti, a parità di redditività, potremmo avere imprese che "ricaricano" molto su beni e servizi acquistati, e quindi devono la loro redditività al "ritorno sulle vendite", anche se vendono poco, magari realizzando prodotti artigianali o su misura. E ci possono essere altri tipi di imprese che ricaricano poco, ma devono la loro redditività al numero di transazioni molto elevato, e quindi alla rapida rotazione del capitale investito.

Definizione di  
ROA

Una variante del ROI è il ROA (*return on assets*), in cui al numeratore del rapporto, anziché il reddito operativo si mette l'EBIT. Questo ha il pregio di sottolineare la redditività congiunta di tutte le gestioni, togliendo solo il costo del capitale (interessi e altri oneri finanziari) e le tasse. Ma ha il limite di confondere la gestione caratteristica con quelle accessorie e con i proventi finanziari e quindi è meno usato.

Del resto se ci interessa conoscere specificamente il rendimento delle gestioni extracaratteristiche, la formula è sempre la stessa, ponendo al numeratore il risultato e a denominatore il capitale, con le consuete ponderazioni in caso di cambiamenti di entità del denominatore nel corso dell'esercizio:

Rendimento  
extracaratteristico

$$\text{Indice di rendimento extracaratteristico} = R_a / C_a$$

Dove,

$R_a$  = Reddito delle gestioni accessorie

$C_a$  = Capitale investito nelle gestioni accessorie.

Addirittura, se vogliamo condurre un'analisi più dettagliata, possiamo scomporre tra di loro le gestioni accessorie (una per ogni "esercizio particolare"):

$$\text{Indice di rendimento extracaratteristico della gestione "j"} = R_{aj} / C_{aj}$$

Più grossolano, perché include tutto (tranne eventualmente le componenti straordinarie se le si vuole scorporare), ma più immediato da costruire è il:

$$\text{Tasso di incidenza della gestione extracaratteristica} = R / RO$$

Dove il reddito d'esercizio è semplicemente rapportato al reddito operativo. Maggiore sarà il contributo dalle aree non caratteristiche, maggiore sarà questo rapporto ( $>1$ ), minore sarà oppure negativo, minore sarà questo rapporto ( $<1$ ). Se è minore di uno siamo in presenza di una combinazione intrinsecamente efficiente che soffre di redditività per il peso delle altre gestioni (ad esempio per il peso del debito sugli oneri finanziari).

Definizione di  
WACC

Il ROI è il rendimento del capitale investito. Esso è conveniente sino a che è maggiore del costo del capitale investito. Quanto costa il capitale investito? Per saperlo bisogna ponderare il costo dei mezzi propri con quello dei mezzi di terzi.

L'indicatore che lo rileva è il WACC (*weighted average cost of capital*):

$$\text{WACC} = [D/(D + CP)]i_d + [CP/(D+CP)]i_c$$

Dove,

D e CP sono rispettivamente l'ammontare dei mezzi di terzi e dei mezzi propri, e quindi le espressioni tra parentesi quadre rappresentano le due quote di capitale, che sommate danno 1,

$i_d$  rappresenta il costo del capitale di terzi, al netto delle imposte che si risparmiano per effetto della deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile, e quindi, posto "i" pari all'interesse lordo di imposta e "t" l'aliquota fiscale media,  $i_d$  sarà pari a:  $i (1 - t)$ ,

$i_c$  rappresenta il costo del capitale proprio, cioè il tasso di interesse implicito sui mezzi propri, in pratica il ROE.

### Relazioni tra ROE e ROI

Non è semplice calcolare il WACC, soprattutto con riferimento al costo del capitale di terzi al netto d'imposta. In tal caso, per semplicità, il ROI può essere confrontato utilmente con il costo del capitale di terzi, misurato grossolanamente dal ROD (*return on debts*):

Definizione di  
ROD

$$\text{ROD} = \text{OF} / \text{D}$$

Dove D sono i debiti, cioè i mezzi di terzi, e OF sono gli oneri finanziari. Naturalmente nel denominatore calcoleremo solo i debiti di natura finanziaria, perché sono gli unici "a pagamento", mentre i debiti commerciali (a meno che non abbiano interessi impliciti) e i finanziamenti a titolo gratuito non vanno considerati.

In questo modo se il ROI è maggiore del ROD c'è convenienza ad indebitarsi perché il capitale preso a prestito con i debiti, poi investito nell'azienda, darà un rendimento maggiore del costo del debito. Questo effetto, noto come "leva finanziaria" (fare soldi utilizzando come "leva" i ... soldi degli altri), è espresso dalla seguente relazione matematica, della quale omettiamo i passaggi algebrici:

La leva  
finanziaria

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - \text{ROD}) (\text{D}/\text{CP})] (1 - t)$$

La formula può essere così interpretata.

Il coefficiente  $(1 - t)$  indica soltanto l'effetto della tassazione. Se non ci fosse ricorso al debito e tassazione pari a 0, ROI e ROE sarebbero identici. La tassazione riduce la redditività del capitale investito per la banale ragione che una parte del reddito (pari all'aliquota di tassazione media "t") va alla pubblica amministrazione.

La presenza del debito, in rapporto ai mezzi propri, darà un contributo positivo se il  $\text{ROI} > \text{ROD}$ , mentre darà un contributo negativo in caso contrario.

Naturalmente la differenza va rapportata ai livelli assoluti, perché se la differenza è relativamente piccola, basta una piccola variazione del ROI per andare in negativo. Altro indice di confronto per valutare la convenienza della leva finanziaria è:

$$\text{Indice di copertura degli oneri finanziari} = \text{RO}/\text{OF}$$

che indica la capacità relativa del reddito operativo di dare copertura al costo del debito. Considerando che il reddito operativo contiene costi "calcolati" ma privi di esborsi finanziari, come gli accantonamenti o gli ammortamenti, quasi sempre al posto del reddito operativo al numeratore si mette il MOL che è un indice che ha una maggiore valenza di tipo finanziario.

Scomposizione  
del ROE

Altra relazione tra ROE e ROI è la seguente:

$$\text{ROE} = (\text{RO}/\text{CI}) \times (\text{CI}/\text{CP}) \times (\text{R}/\text{RO})$$

L'interpretazione della precedente espressione può compendiarsi nella scomposizione del ROE in tre fattori elementari.

Il primo è il ROI ( $\text{RO}/\text{CI}$ ), cioè la redditività del capitale investito.

Il secondo (CI/CP) il tasso di indebitamento dell'azienda, espressione del suddetto effetto leva finanziaria.

Il terzo (R/RO) è il tasso di incidenza della gestione extracaratteristica.

### La leva operativa e i suoi rapporti con la leva finanziaria

Leva operativa

La leva operativa è la sensibilità del reddito ai volumi di operazioni o di attività. In pratica essa è più forte nelle imprese che hanno un elevato volume di costi fissi, perché, raggiunto il *break-even point*, da quel momento in poi non solo si è in condizione di raggiungere risultati positivi, ma anche di ottenerli in maniera sempre più ampia all'aumentare dei volumi di attività. Le imprese con costi fissi elevati, o a struttura dei costi "rigida", hanno quindi un'elevata leva operativa, con grandi aumenti di reddito all'aumentare del reddito, e con grandi diminuzioni alla diminuzione dell'attività. Queste imprese sono costrette a lavorare su grandi volumi di attività, per sfruttare le economie di scala.

Per contro le imprese con bassi costi fissi, o a struttura dei costi "elastica", hanno una leva operativa bassa. La redditività è data in questo caso più dalla forbice tra prezzo e costo unitario che non dai volumi di attività, il cui apporto è poco più che proporzionale rispetto all'aumento dei volumi di produzione.

Anche la leva operativa, come la leva finanziaria, può essere valutata da un'opportuna analisi di bilancio.

Il primo indicatore è quello che misura l'elasticità (o variazione percentuale) del reddito operativo rispetto alle vendite:

$$\text{Leva operativa} = (\Delta RO/RO)/(\Delta V/V)$$

Lo stesso indicatore può essere riformulato, omettendo i passaggi algebrici, nel seguente modo:

$$\text{Leva operativa} = \text{MdC}/\text{RO}$$

Dove "MdC" è il "Margine di contribuzione", cioè la differenza tra ricavi di vendita e costi variabili.

La misurazione della leva operativa quindi presuppone l'adozione dell'ultima tra le riclassificazioni del conto economico che abbiamo proposto.

Rapporto tra  
leva operativa e  
leva finanziaria

Apparentemente la leva operativa e la leva finanziaria si riferiscono a concetti completamente diversi. La leva operativa ci dice che un'azienda aumenta la propria redditività all'aumentare del volume di attività. La leva finanziaria ci dice che un'azienda aumenta la propria redditività, a determinate condizioni, all'aumentare dell'indebitamento.

I due concetti sono invece strettamente legati tra loro. Spesso, infatti, l'indebitamento è determinato dalla necessità di aumentare la capacità produttiva, a sua volta dettato dalla leva operativa. Le due leve quindi sono fortemente correlate l'un l'altra pur restando concettualmente distinte.

Ciò non significa però che basta aumentare i volumi di produzioni o l'indebitamento per migliorare comunque la redditività dell'impresa. Questa conclusione non tiene conto, infatti, dei rischi connessi all'incertezza dell'operare d'impresa. Una variazione in peggio delle condizioni di mercato, per esempio, vede amplificati i propri effetti in un'impresa che ha sfruttato molto la leva operativa e con ampi costi fissi. E a sua volta il peggioramento del RO si riflette sulla leva finanziaria, specie se i costi di finanziamento sono rigidi, traducendosi in una perdita anche dal lato degli oneri finanziari. Anche lo sfruttamento smisurato della leva

finanziaria espone allo stesso tipo di rischi, e in questo caso non solo per la volatilità dei mercati caratteristici ma anche di quelli finanziari. Un aumento repentino degli oneri finanziari in un'impresa che ha sfruttato molto la leva finanziaria la espone a una sorta di *boomerang*, dal momento in cui tale aumento si traduce in un superamento del ROD sul ROI.

Altri legami specifici sono i seguenti:

- Aumentando l'indebitamento (D) aumenta il capitale investito (CI) e quindi diminuisce il ROI, a meno che la leva operativa non sia così forte da compensare, con l'aumento del reddito operativo (RO), l'aumento del capitale investito; se così non è, è prudente ridimensionare tanto l'attività aziendale quanto il ricorso all'indebitamento;
- In ogni caso la leva finanziaria dipende dalla differenza (ROI – ROD); quando questa differenza diminuisce, il rischio di un'inversione di segno è tale che dovrebbe indurre ad una limitazione dell'esposizione debitoria;
- L'aumento della leva finanziaria, infine, irrigidisce la struttura patrimoniale dell'azienda, inibendo futuri indebitamenti, perché i maggiori oneri finanziari, inevitabili, assorbirebbero una quota crescente del reddito operativo; sfruttare quindi la leva finanziaria quando non richiesto dalla leva operativa potrebbe significare soltanto aumentare i rischi d'impresa e poi trovarsi nell'impossibilità di attivarla quando servirebbe perché la leva operativa lo richiede, in quanto si è già dato fondo a tutta la capacità di credito dell'azienda compatibile con gli equilibri patrimoniali.

#### Le analisi patrimoniali-finanziarie: generalità

L'*analisi patrimoniale-finanziaria* si occupa di valutare la complessiva solvibilità aziendale, ovvero la capacità della stessa di fare fronte, anche nel medio-lungo termine, con i propri impieghi alle remunerazioni e ai rimborsi delle rispettive fonti del capitale.

Non esiste una relazione univoca che definisca sotto questo aspetto lo stato di salute dell'azienda. Quello che più conta è il complessivo equilibrio dei maggiori aggregati patrimoniali tra di loro e in relazione ai valori medi del settore in cui l'impresa opera.

Prima ancora della composizione tra gli aggregati patrimoniali attivi e passivi è però oggetto di valutazione anche il valore assoluto della quantità del capitale impiegato. Anche in questo caso, come sostiene gran parte della dottrina italiana in materia (il Dell'Amore ad esempio), non esiste un livello assoluto di investimento ottimale, che non tenga conto delle capacità del mercato di assorbire i beni o servizi prodotti, delle condizioni tecnologiche e di mercato che determinano la combinazione produttiva e delle stesse strategie che possono porre finalità diverse all'operare d'impresa. E se non esiste un valore ottimale complessivo, lo stesso dicasi per le quote in cui questo si articola. Nondimeno ciò non significa che qualunque composizione sia compatibile con la solvibilità di cui sopra si è detto e con gli obiettivi economici di cui si è detto alla precedente lezione.

Definizione di  
analisi  
patrimoniale-  
finanziaria



... e sue due grandi aree

All'interno di questa analisi, almeno dal punto di vista del principio, si distinguono due grandi aree: quella propriamente *patrimoniale* e quella *finanziaria*.

L'analisi patrimoniale guarda di più ai rapporti statici tra le grandezze-fondo che compongono l'attivo e il passivo, con un orizzonte di medio-lungo termine.

L'analisi finanziaria guarda di più ai rapporti dinamici tra le grandezze-flusso o alle grandezze-fondo di rapido rigiro o di rapida liquidazione/pagamento, con un orizzonte quindi di breve termine.

Quasi in uno slogan, mentre l'analisi patrimoniale tende a verificare la complessiva attitudine delle attività a coprire convenientemente le passività, l'analisi finanziaria tende a verificare la capacità delle entrate monetarie di far fronte in modo regolare alle corrispondenti uscite monetarie.

Tale distinzione, in ogni caso, è più teorica che operativa, giacché la linea di confine tra i due tipi di analisi è in ultima analisi largamente convenzionale.

### Analisi patrimoniale

Rigidità ed elasticità degli impieghi

L'analisi patrimoniale per quozienti semplici è data dai rapporti di composizione degli impieghi e delle fonti, al fine di verificare l'equilibrio nelle rispettive componenti. Gli indici calcolati sugli impieghi sono detti *indici di composizione dell'attivo*. Esso sono essenzialmente due:

Indice di rigidità degli impieghi =  $AF / CI$

Indice di elasticità degli impieghi =  $AC / CI$

Posto che:  $CI = AF + AC$

ne consegue che per definizione i due indici sono valori minori di 1, complementari tra loro, nel senso che la loro somma per definizione è pari a 1. Moltiplicati per cento sono esprimibili come valori percentuali.

Il primo dei due indica la quota (o percentuale) di impieghi immobilizzati o fissi, il secondo dei due la quota corrente.

In linea di principio una quota bassa di "rigidità" e una quota alta di "elasticità" dovrebbe essere salutata con favore, perché indice di una struttura snella, non avente bisogno di ingenti investimenti che a loro volta richiedono ingenti finanziamenti. La redditività e il flusso di cassa nelle gestioni "elastiche" sono guidate dal conto economico, cioè dalla validità della combinazione produttive e possono rispondere con maggiore solidità alle oscillazioni economiche e finanziarie della gestione.

Tuttavia non sempre un basso indice di rigidità è da salutare con favore. Esso, infatti, può nascondere talune disfunzionalità, soprattutto quando il suo valore è molto discosto dal valore medio del settore.

Ad esempio ciò potrebbe essere indice di un ricorso eccessivo ai mezzi di terzi, come fattori capitali, attraverso locazioni, noleggi e simili. Ricordiamo infatti che la riclassificazione dello stato patrimoniale porta ad includere nell'attivo fisso soltanto i beni in locazione finanziaria, ma non anche quelli in locazione operativa o noleggio (o locazione vera e propria per i beni immobili). Un ricorso eccessivo a fattori internalizzati, anziché interni, può esporre nel medio termine l'azienda alla necessità di riconvertire le proprie produzioni quando non disponesse più dei beni in parola

o a sottostare ai “prezzi di monopolio” che i proprietari dei beni capitali volessero applicare ai loro canoni di locazione.

Ovvero una bassa rigidità potrebbe derivare da un’inefficiente gestione dell’attivo corrente, che viene lasciato inoperoso nelle casse aziendali, privando l’azienda di opportuni investimenti che possano meglio sfruttare la leva operativa e quindi le opportunità di reddito. Ovvero ancora potrebbe derivare dal fatto che l’attivo fisso è in gran parte ammortizzato, e quindi vetusto, dimostrando una scarsa capacità dell’azienda di investire in mantenimento e potenziamento della capacità produttiva.

Gli indici appena esaminati nella composizione sono detti anche “di 1° livello”, perché rapportano al totale degli impieghi solo le due grandi classi di attività.

Sono naturalmente possibili anche indici semplici (quindi dati dal semplice rapporto tra una parte e il tutto degli impieghi, o delle fonti, come sopra) però questa volta “di 2° livello”, poiché a numeratore pongono una sottoclasse delle attività.

Ad esempio l’indice di elasticità potrebbe essere scomposto come segue:

Indice di disponibilità di magazzino = Disponibilità / CI

Indice di liquidità totale = (Liquidità immediate + Liquidità differite) / CI

Indice di liquidità immediata = Liquidità immediate / CI

E l’indice di rigidità, parimenti, potrebbe essere scomposto come segue:

Indice di immobilizzo materiale = Immobilizzazioni materiali / CI

Indice di immobilizzo immateriale = Immobilizzazioni immateriali / CI

Indice di immobilizzo finanziario = Immobilizzazioni finanziarie / CI

Oltre agli indici suddetti se ne possono creare altri, alla necessità, anche rapportando gli aggregati di cui di volta in volta si vanno a considerare gli indici ad aggregati intermedi. Ad esempio il sopra menzionato indice di immobilizzo materiale, anziché al totale degli impieghi, potrebbe essere rapportato solo all’attivo fisso, e così via.

Accanto agli indici semplici sono possibili, per studiare la rigidità/elasticità, anche i cd. *indici composti*. Questi non rapportano una parte al tutto, ma due parti tra loro (siano esse appartenenti entrambe al lato degli impieghi o delle fonti, siano esse appartenenti l’una agli impieghi, l’altra alle fonti).

Ad esempio la rigidità con un indice composto potrebbe essere rappresentata come:

AF / AC

E l’elasticità come:

AC / AF

Le analisi di secondo livello di composizione degli impieghi

Gli indici composti

Le valutazioni sono analoghe alle precedenti.

Le analisi di rigidità / elasticità condotte sul conto economico

Alcune analisi di rigidità possono essere tratte anche dal conto economico. Ad esempio:

Indice di rigidità della struttura organizzativa =  
Costo del personale dipendente strutturato / Costi operativi

Indice di rigidità della struttura tecnica =  
Ammortamenti (o Costi fissi a seconda delle riclassificazioni) / Costi operativi

L'interpretazione di questi indici è di tutta evidenza. Il primo tende a valutare l'incidenza del costo del personale, che di norma non è facilmente modificabile nel breve termine, rispetto ai costi operativi totali. Il secondo il peso degli investimenti. La variante del secondo che prende in considerazione tutti i costi fissi può includere anche la parte fissa delle retribuzioni dei dipendenti assunti con contratto a tempo indeterminato e quindi rappresentare l'incidenza dei costi di struttura, senza distinguere tra la parte umana e quella tecnica della stessa.

Anche dal lato delle fonti è possibile un'analisi delle composizioni per mezzo di indici semplici e composti.

Le analisi di composizione delle fonti

Ad esempio:

Indice di autonomia finanziaria = Mezzi propri / CI

Indice di dipendenza finanziaria = Mezzi di terzi / CI

Come sopra tra rigidità ed elasticità, anche in questo caso abbiamo due indici complementari la cui somma dà 1 per definizione. Il ricorso prevalente ai mezzi propri tra le fonti di finanziamento è indice di solidità ed è quindi da valutare in positivo, ma potrebbe anche essere valutato negativamente se questo mancato ricorso al debito (che non è qui distinto tra passivo consolidato e corrente) significa mancato ricorso alla leva finanziaria.

A denominatore si mette sempre il capitale investito, perché il totale delle fonti, al quale le due grandezze dovrebbero essere rapportate, non può che essere uguale al totale degli impieghi. Altri indici semplici possono essere:

Indice di copertura permanente = (Mezzi propri + Passivo consolidato) / CI

Indice di indebitamento a m/l termine = Passivo consolidato / CI

Indice di indebitamento a b termine = Passivo corrente / CI

I secondi due sono indici di 2° livello delle passività, ed analogamente se ne possono costituire altri similari.

Anche in questo caso potremo costituire indici di tipo composto, del tipo:

Quoziente di indebitamento = Mezzi di terzi / Mezzi propri

di interpretazione analoga ai precedenti. Altri indici composti di interesse economico-aziendale sono:

Quoziente di consolidamento del passivo =  
Passivo consolidato / Passivo corrente

Indice di protezione del capitale sociale = Riserve di utili / Mezzi propri

Quest'ultimo indice consente di comprendere come gli utili accantonati sono "sacrificabili", in caso di rischio generico d'impresa, per tutelare il capitale sociale. Ed è anche indicativo della capacità strutturale dell'azienda di realizzare l'*autofinanziamento* per mezzo di accantonamento di utile. Prendendo in considerazione anche le altre riserve, tra cui quella per le variazioni dei derivati a copertura di specifici rischi, quelle di capitale, di rivalutazione e gli utili/perdite portati a nuovo, l'indice di protezione può essere costruito a un secondo livello, che esclude solo il capitale sociale e l'utile/perdita d'esercizio dalla composizione:

(Riserve + Utili/Perdite portati a nuovo) / Mezzi propri

Questo tipo di analisi, sul versante delle fonti, mirano a valutare il grado di capitalizzazione delle imprese, ciò che è soprattutto importante per le aziende di credito e, a cascata, sulle aziende da queste finanziate, come vedremo più avanti, quando si parlerà del rating delle imprese.

Margini e  
quozienti di  
struttura

Altri quozienti composti mettono in rapporto elementi del passivo ed elementi del passivo. I primi che analizziamo riguardano la stabilità patrimoniale o solidità dell'impresa. Questo criterio si lega a quanto appena visto sull'equilibrio tra le fonti, ma questa volta le lega al finanziamento della componente fissa degli impieghi. Il punto essenziale è che l'attivo fisso non può essere finanziato da passività a breve, pena una grave condizione di squilibrio finanziario.

Il primo e più solido margine è il cosiddetto *margine primario di struttura*, dato dalla differenza tra i mezzi propri e l'attivo fisso. Se positivo vuol dire che l'azienda non ricorre ad indebitamento per finanziare i propri investimenti ma li copre tutti con il proprio capitale.

Per non dipendere dall'unità di conto, tale indice di solidità può essere meglio espresso sotto forma di rapporto:

Quoziente primario di struttura = Capitale proprio / Attivo fisso

La copertura integrale con i mezzi propri dell'attivo fisso, per quanto desiderabile, è però una misura difficile da conseguire e per certi versi eccessiva. Se il flusso di ricavi che deriva dal complesso degli investimenti è in grado di coprire il "servizio del debito" (cioè il rimborso dei debiti di finanziamento comprensivo di interessi), si può utilmente considerare, anziché il capitale proprio, il "capitale permanente", comprensivo anche delle passività consolidate. In tal modo il margine di riferimento diventa il *margine secondario di struttura* e il rapporto di riferimento diventa:

Quoziente secondario di struttura = Capitale permanente / Attivo fisso

Dove,

Capitale permanente = Capitale proprio + Passività consolidate

## Analisi finanziaria

Margini e  
quozienti di  
liquidità

L'*analisi finanziaria* propriamente detta (in inglese “financial” è tanto “finanziario”, quanto “economico” e “patrimoniale”) riguarda la capacità dell'impresa di essere costantemente in grado di far fronte alle uscite monetarie per mezzo delle proprie entrate. Per far questo si utilizzano quozienti composti che rapportano tra loro le parti più liquide delle attività e delle passività.

Anche in questo caso si possono determinare sia “margin”i”, come differenze tra valori dell'attivo e del passivo, e “quozienti” come rapporti tra le stesse grandezze. Anche in questo caso è preferibile l'uso dei quozienti perché espresso in numeri puri, indipendenti dall'unità di conto utilizzata.

I primi aggregati che prendiamo in considerazione sono l'attivo corrente e il passivo corrente. La loro differenza o margine è già nota: il *capitale circolante netto*. Per definizione esso è pari all'inverso del margine secondario di struttura.

Sotto forma di rapporto si ottiene il:

Quoziente di disponibilità (*current ratio*) = Attivo corrente / Passivo corrente

Un'azienda sana deve avere questo rapporto significativamente maggiore di 1. Ma la capacità informativa dell'indice è piuttosto modesta dal punto di vista finanziario. Esso è ancora tutto sommato un indice di solidità patrimoniale a breve termine piuttosto che un vero e proprio indice finanziario, per la presenza a numeratore di elementi non facilmente liquidabili (risconti, rimanenze di materie prime e prodotti in corso di lavorazione, ancora lontani dalla vendita, etc.).

Per avere un indice migliore bisogna partire da un margine più ristretto, a maggior grado di liquidità. Questo può ben essere rappresentato dal *margine secondario di tesoreria*, dato dalle disponibilità liquide più i crediti a breve meno i debiti a breve, una sorta di “patrimonio numerario netto”, un po' come l'avanzo (disavanzo) di amministrazione delle pubbliche amministrazioni. Questo rappresenta la cassa potenziale entro l'esercizio.

Tradotto in termini di rapporto si ottiene il seguente indice:

Quoziente secondario di tesoreria (*acid ratio*) =  
(Liquidità immediate + Liquidità differite) / Passivo corrente

In questo caso il valore di 1 può anche essere realmente indicativo di uno stato di salute finanziaria dell'azienda. E tuttavia questo indice ci dice soltanto se “entro l'anno” l'azienda troverà le liquidità per far fronte ai pagamenti, ma non può tenere conto delle sfasature temporali che potrebbero veder concentrati i pagamenti tutti in un momento dell'esercizio che non vede ancora disponibili le liquidità differite.

Per avere un indicatore “certo” della salute finanziaria ci sono due strade.

Una, per certi versi eccessivamente prudente, è quella di avere, già a inizio anno tutte le liquidità per far fronte alle passività, rendendo inutili – per così dire – le liquidità differite allo scopo. In questo caso il margine di riferimento è il *margine primario di tesoreria*, dato dalle disponibilità liquide meno le passività correnti, il cui indice sotto forma di rapporto di riferimento è:

Quoziente primario di tesoreria (*quick ratio*) =  
Liquidità immediate / Passivo corrente

Questo importo può anche essere di poco inferiore all'unità giacché le disponibilità differite potranno supplire al fabbisogno finanziario oltre a quelle immediate.

Un'altra via, che però presume più difficili analisi di bilancio trimestrali, è quella di rapportare le liquidità immediate alle passività a brevissimo termine (3 mesi max di scadenza):

Quoziente "zero" di liquidità (*real time ratio*) =  
Liquidità immediate / Passivo a brevissimo termine

Indici di  
rotazione

Un'altra classe di indici finanziari sono quelli che indicano la velocità con la quale i fondi investiti si traducono in mezzi liquidi. Questi sono chiamati *indici di rotazione*, di cui già abbiamo visto quello globale (V/CI) quando abbiamo scomposto il ROI.

Naturalmente, oltre a quello globale, possono essere calcolati numerosi indici di rotazione che rapportano le vendite, intese come flusso di realizzo in uscita, a classi notevoli di attività. Ad esempio:

Rotazione del capitale circolante =  $V / \text{Attivo corrente}$

Rotazione dei crediti verso clienti =  $V / \text{Crediti verso clienti}$

Rotazione del magazzino =  $V / \text{Disponibilità}$

Gli indici di rotazione possono anche essere riferiti alle fonti, cioè indicare la velocità con cui le fonti raccolte si traducono in uscite finanziarie. In questo caso il flusso di realizzo a numeratore riguarda fattori produttivi in entrata, cioè gli acquisti, rapportati a un fondo passivo:

Rotazione dei debiti verso fornitori =  $A / \text{Debiti verso fornitori}$

Dove,

A = Acquisti di beni e servizi da conto economico

... e di durata

Capovolgendo numeratore e denominatore gli indici di rotazione diventano *indici di durata*. In particolare moltiplicando il rapporto ottenuto per 365 si ottiene il numero di giorni necessario perché un aggregato dell'attivo torni in mezzi liquidi.

I più importanti sono:

Indice di durata dell'attivo corrente =  $(AC/V) \times 365$

Indice di durata del magazzino =  $(\text{Disponibilità}/V) \times 365$

Indice di durata dei crediti verso la clientela =  $(\text{Crediti v/clienti}/V) \times 365$

Possono essere calcolati anche indici di durata per le passività, che indicano i tempi entro i quali saranno mediamente pagati. A titolo di esempio:

Indice di durata dei debiti verso i fornitori =  $(\text{Debiti v/fornitori}/A) \times 365$

## Dalle analisi finanziarie al rating

Le  
classificazioni di  
merito  
finanziario delle  
imprese

Le valutazioni finanziarie hanno ormai un impatto sempre più diffuso sul merito creditizio, il c.d. *rating* delle imprese, da parte delle banche o delle agenzie specializzate (le maggiori su scala globale: *Standard & Poor's*, *Moody's*, *Fitch*). Il rating ha a sua volta impatto sul tasso d'interesse che viene chiesto all'impresa in caso di richiesta di finanziamento. L'origine di questo sistema nasce dalla valutazione del merito delle banche stesse da parte degli organismi di vigilanza. Alle banche, per potere operare, è richiesto da accordi internazionali (quello attualmente vigente è il cd. *Basilea 3*) di avere determinati requisiti di patrimonializzazione.

La solidità delle banche è data, in ultima analisi, dall'affidabilità degli impieghi che le stesse concedono ai loro clienti. Per ottenere un rating alto, le stesse devono a loro volta sottoporre a valutazione di merito i loro clienti. Le grandi imprese, come le banche, e come le stesse maggiori pubbliche amministrazioni (gli stati *in primis*) possono però accedere esse stesse direttamente ai finanziamenti su scala globale, e quindi possono sottoporsi o essere sottoposte a rating da parte delle agenzie specializzate. Queste valutazioni sono espresse in modo qualitativo e ordinale, secondo la seguente scala:

**Qualità massima:** AAA (Standard & Poor's e Fitch), Aaa (Moody's)

**Qualità alta:** Standard & Poor's dà AA (con AA+ e AA-, per piccoli scostamenti), Moody's dà Aa (aggiungendo 1, 2 o 3 secondo una graduazione interna, e quindi Aa1, Aa2 o Aa3), Fitch dà AA senza graduazioni

**Qualità medio-alta:** S&P dà A (anche qui con A+ e A- per piccoli scostamenti), Moody's dà pure A (con le graduazioni a seguire A1, A2 o A3), Fitch dà A senza graduazioni

**Qualità media:** S&P dà BBB (con le consuete BBB+ o BBB- di oscillazioni intorno al valore centrale), Moody's dà Baa (con le consuete tre graduazioni Baa1, Baa2 o Baa3), Fitch dà BBB senza graduazioni

**Qualità medio-bassa:** comprende due sotto livelli, prima BB (con + o - per S&P) e Ba (con 1,2,3 per Moody's), dopo B (con i consueti sotto livelli per S&P e Moody's)

**Qualità bassa:** CCC+, CCC e CC per S&P, Caa per Moody's, CCC e CC per Fitch

**Speculazione massima:** C per S&P, Ca per Moody's, C per Fitch

**In stato di insolvenza:** S&P e Moody's mettono semplicemente D, Fitch gradua da un DDD che è meno grave a un DD, fino a D nei casi più gravi