

Capitolo 1

L'analisi per indici del bilancio di esercizio ¹

di Nicola Lattanzi e Gino Fontana

1. Premessa

I dati che vengono impiegati nel processo di riclassificazione e analisi derivano essenzialmente dal bilancio di esercizio. Tale documento contiene molti elementi utili per formulare un giudizio sull'andamento aziendale, ma non tutti quelli necessari.

Il bilancio consente di valutare la gestione dell'azienda in modo consuntivo, l'analisi è di ausilio nella proiezione degli andamenti nel futuro. Altri problemi possono derivare dalla presenza di dati congetturati e stimati, dalle possibili ripercussioni di politiche di bilancio e dagli effetti dell'inflazione (Invernizzi, Molteni, 1990).

La conversione della dinamica aziendale in cifre e la riconversione di queste in andamenti prospettici rappresenta un tema portante e delicato negli studi di economia aziendale (Ceccherelli, 1956; Giannesi, 1960).

2. La riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico

Il processo di rielaborazione e analisi è finalizzato a raggruppare gli elementi dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico in classi omogenee (Caramiello, 1993). Le classi così composte, poi, sono impiegate per calcolare gli indicatori.

Nel prosieguo sarà trattato, nel paragrafo 2.1, il tema inerente la riclassifi-

¹ Il capitolo riprende, integrandoli e ampliandoli, parte dei contenuti di Lattanzi, 2013.

cazione dello Stato Patrimoniale e, nel paragrafo 2.2, il tema riguardante la riclassificazione del conto economico.

2.1. Il processo di riclassificazione dello Stato Patrimoniale

I criteri in base ai quali avviene la riclassificazione degli elementi dello Stato Patrimoniale sono differenti fra attivo e passivo.

L'attivo è visto come un complesso di investimenti, detti impieghi, che vengono classificati in base al criterio di liquidità crescente, ossia all'attitudine a riacquistare veste monetaria; tale caratteristica non deve essere riferita ad un'eventuale liquidazione dell'azienda, ma deve essere vista come capacità di realizzo nel corso della gestione corrente. Le voci attive che hanno una velocità di rotazione più elevata e che partecipano una sola volta al ciclo produttivo (entro il termine dei dodici mesi) sono chiamate disponibilità (o capitale circolante); quelle che invece hanno un più basso grado di liquidità e che partecipano a più processi produttivi sono definite immobilizzazioni (o capitale fisso) (Paganelli, 1991; Caramiello, 1993).

Nel passivo sono elencate le *fonti* mediante le quali sono state reperite le risorse finanziarie da impiegare nella gestione. I singoli elementi sono classificati sulla base della loro provenienza e della scadenza, detta anche grado di esigibilità. Con il primo criterio vengono individuati il *capitale proprio*, formato per la maggior parte da apporti del proprietario e il *capitale di terzi*, costituito invece da debiti. Questi ultimi sono poi divisi in *passività correnti*, che scadranno entro l'esercizio successivo, e in *passività consolidate*, che invece hanno una scadenza che va oltre il breve termine. Sempre facendo riferimento all'epoca di rimborso è possibile pervenire a una diversa ripartizione delle fonti distinguendo i *capitali permanenti*, dati dalla somma del capitale proprio con le passività consolidate, dai debiti a breve termine.

Mediante le relazioni che si possono stabilire tra queste classi di valori è possibile esaminare la solvibilità dell'azienda, cioè la capacità di soddisfare i creditori nei tempi convenuti ed in modo economico (Vergara, 1992).

Esaminiamo più nel dettaglio le sezioni degli impieghi e delle fonti.

2.1.1. La riclassificazione degli impieghi

Gli impieghi si distinguono in immobilizzazioni, che sono investimenti a medio e lungo termine e disponibilità, che invece sono a breve termine.

Le *immobilizzazioni* possono essere ulteriormente classificate, in base alla loro natura, in immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie.

Le *immobilizzazioni materiali* comprendono i beni che vengono utilizzati in più cicli produttivi. In un'azienda industriale fanno parte di questa categoria soprattutto gli impianti e le attrezzature per la produzione.

Le *immobilizzazioni immateriali* non sono costituite da beni fisicamente individuabili, ma da costi che potranno avere una futura utilità.

Le *immobilizzazioni finanziarie* possono contenere anche investimenti che non riguardano direttamente l'attività produttiva, come invece succede per quelle materiali (è il caso di un impianto) e per quelle immateriali (è il caso di un brevetto).

Le voci che fanno parte dell'**attivo circolante** sono classificate ed elencate in ordine di liquidità crescente: liquidità immediate, liquidità differite, rimanenze.

Le *liquidità immediate* sono costituite dai mezzi finanziari liquidi.

Le *liquidità differite* sono costituite essenzialmente dai crediti a breve termine; rispetto alle rimanenze hanno un maggior grado di liquidità perché sorgono dopo che si è svolto il processo produttivo e sono già state effettuate le operazioni di vendita.

Le *rimanenze* presentano chiaramente un minor grado di liquidità, perché per esse deve ancora concludersi il processo di produzione in senso tecnico industriale e quello di vendita. Sono costituite, in prima approssimazione, dalle scorte di materie prime, semilavorati, prodotti in lavorazione, prodotti finiti e merci (nel caso si tratti di un'impresa commerciale). A questi valori vanno aggiunti gli anticipi già versati ai fornitori, visto che si tratta di crediti che non sono destinati a trasformarsi in denaro ma in scorte. Devono essere, invece, sottratti gli anticipi ricevuti da clienti corrispondenti a prodotti o merci che si trovano in magazzino, questi infatti hanno già avuto il loro reintegro monetario. Sempre con riferimento al criterio di liquidità, sarebbe opportuno scorporare dalle rimanenze l'importo corrispondente alla "scorta permanente"; essa è data dal livello al di sotto del quale le scorte non dovrebbero mai scendere, in modo da assicurare il regolare svolgimento della produzione e delle operazioni di vendita; per questa sua funzione non può essere trasformata in mezzi monetari in tempi brevi (ci riferiamo sempre alla gestione corrente di un'azienda e non ad una eventuale fase di liquidazione) e dovrebbe pertanto essere considerata tra le immobilizzazioni.

2.1.2. La riclassificazione delle fonti

Le fonti possono essere distinte in capitale proprio, passività consolidate, passività correnti.

Il **capitale proprio** è formato dagli apporti del fondatore, dalle operazioni sul capitale e quale risultante delle politiche di autofinanziamento aziendale.

Nel valore del capitale proprio deve essere compresa anche la quota di utile di esercizio destinata ad essere accantonata; la parte che invece dovrà essere

distribuita infatti non potrà essere considerata autofinanziamento, ma interpretata come debito verso i soci. Dovranno invece essere sottratte eventuali perdite portate a nuovo e il valore delle azioni proprie in portafoglio.

Le **passività consolidate** corrispondono, in prima approssimazione, ai finanziamenti in atto a titolo di credito a medio e lungo termine. Più in generale vengono fatte rientrare in questa classe tutti quegli elementi del passivo che si può ipotizzare non scadranno nell'esercizio successivo.

Le **passività correnti** corrispondono ai finanziamenti in atto a titolo di credito a breve termine. In questa categoria vengono quindi fatte rientrare tutte le passività che origineranno dei pagamenti nell'esercizio successivo.

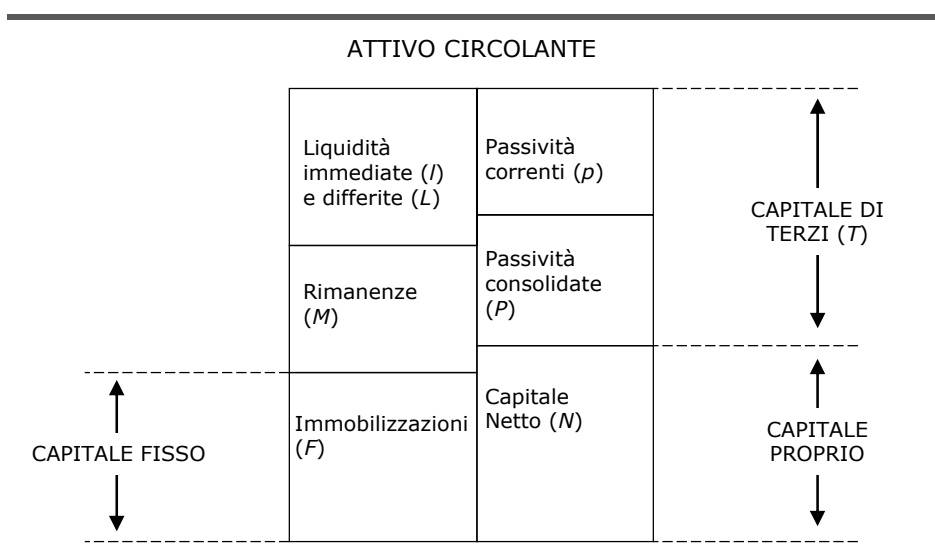
Figura 1 – Schema analitico di Stato Patrimoniale riclassificato

ATTIVO	PASSIVO
<p>1. Attività correnti</p> <p>1.1. <i>Liquidità immediate</i> Cassa Banca c/c Assegni Titoli realizzabili a vista ...</p> <p>1.2. <i>Liquidità differite</i> Crediti a breve termine (clienti commerciali) – (Fondo svalutazione crediti) Cambiali attive Altri crediti a breve (erario, verso altre società, ecc.) Ratei e risconti attivi ...</p> <p>1.3. <i>Rimanenze</i> Materie prime, sussidiarie e di consumo Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati Prodotti finiti Anticipi a fornitori – Anticipi da clienti (per prodotti già in magazzino) – (Fondi specifici di svalutazione) ...</p> <p>2. Attivo immobilizzato</p> <p>2.1. <i>Immobilizzazioni materiali</i> Immobili civili Immobili industriali e commerciali Impianti, macchinari e attrezzature Mobili arredi e macchine da ufficio Automezzi – (Fondi di ammortamento)</p>	<p>1. Passività correnti Banche conti passivi Debiti a breve termine (fornitori, personale, ecc.) Altri debiti Debito tributario Quote a breve di debiti finanziari a medio lungo termine e del fondo trattamento di fine rapporto (TFR) Anticipi da clienti (per prodotti le cui materie sono ancora da acquistare) Ratei e risconti passivi ...</p> <p>2. Passività consolidate Mutui bancari a medio lungo termine Prestiti obbligazionari Altri debiti a medio lungo termine Fondo TFR – (Anticipi TFR) Altri fondi per oneri e rischi (previsti dal codice civile) ...</p> <p>3. Capitale netto Capitale sociale Riserva legale Riserva ordinaria Riserva straordinaria Fondo sovrapprezzo azioni Altre riserve (di utili) – (Azioni proprie in portafoglio) Utile/perdita di esercizio Utili portati a nuovo – (Perdite portate a nuovo) Aggio di emissione (in quanto ricavo pluriennale) ...</p> <p>Totale passività (1+2+3)</p>

<p>Lavori in corso (beni non destinati alla vendita) Anticipi a fornitori (acconti su fattori pluriennali non ancora acquistati)</p> <p><i>2.2. Immobilizzazioni immateriali</i> Concessioni, brevetti, licenze e marchi Spese di impianto e ampliamento Costi di ricerca e sviluppo, costi di pubblicità capitalizzati Avviamento (solo se acquisito) Anticipi a fornitori (acconti su fattori pluriennali non ancora acquistati) ...</p> <p><i>2.3. Immobilizzazioni finanziarie</i> Depositi cauzionali Crediti a medio lungo termine Partecipazioni strategiche Disaggio di emissione Spese per studi e ricerche ad utilità pluriennale ...</p> <p>Totale attività (1+2)</p>	
--	--

Dallo schema analitico di riclassificazione delle voci del bilancio di esercizio è utile derivare per aggregazione lo schema condensato.

Figura 2 – Schema condensato di Stato Patrimoniale



Ai fini del prosieguo della trattazione degli argomenti definiamo con il simbolo K il totale del capitale investito in azienda, con il simbolo N il capitale netto e con il simbolo T la somma di passività correnti e consolidate.

2.2. Il processo di riclassificazione del Conto Economico

Il Conto Economico deve essere riclassificato in modo da evidenziare il contributo dato alla formazione del risultato d'esercizio da parte delle aree in cui può essere idealmente scomposta la gestione aziendale e che possono ricondursi alle seguenti (Paganelli, 1991; Vergara, 1992; Caramiello, 1993):

- area della *gestione tipica*, detta anche caratteristica o operativa; questa è formata dalle operazioni di esercizio mediante le quali deve essere perseguito l'oggetto caratterizzante l'attività economica;
- area della *gestione atipica o accessoria*; ne fanno parte quelle operazioni che costituiscono attività collaterali e non riguardano direttamente l'attività caratteristica; da queste operazioni derivano costi e proventi quali, ad esempio, i fitti riscossi da locazione di immobili industriali e civili, i proventi e i costi derivanti da operazioni in titoli;
- area della *gestione finanziaria*; questa è formata dalle operazioni di finanziamento e di gestione della liquidità; da essa derivano principalmente oneri, costituiti dagli interessi pagati sui finanziamenti ottenuti da terzi. Il conto economico preso come base per la rielaborazione indica soltanto gli oneri finanziari espliciti, cioè quelli pagati sui prestiti ottenuti da terzi (obbligazioni emesse, mutui passivi, anticipazioni e altro ancora);
- area *straordinaria*²; fanno parte di questa categoria tutte le operazioni che non sono ricorrenti nella vita dell'azienda; da queste derivano oneri e proventi quali, ad esempio, le minusvalenze da alienazione di immobilizzazioni non strumentali, le sopravvenienze passive, le plusvalenze e le sopravvenienze attive;
- infine l'*area tributaria*, che comprende le imposte sul reddito di competenza dell'esercizio in esame.

Nella riclassificazione del conto economico vengono determinati alcuni risultati parziali che evidenziano il contributo reddituale di ciascuna area. In particolare possiamo evidenziare i seguenti risultati (Paganelli, 1991):

² Riguardo la struttura del Conto Economico prevista dall'art. 2425 c.c. occorre evidenziare la modifica introdotta dal D.Lgs. 18 agosto 2015, n. 139 che ha abolito la sezione E relativa ai proventi ed agli oneri straordinari. L'evidenziazione degli oneri e dei proventi straordinari mantiene però la sua valenza gestionale e, pertanto, saranno presenti nelle configurazioni di conto economico utilizzate nell'analisi di bilancio e presentate di seguito.

- *risultato operativo caratteristico*, dato dalla differenza tra i costi e i ricavi originati dalla gestione caratteristica;
- *risultato operativo globale*, ottenuto dalla somma algebrica del risultato operativo caratteristico con i componenti di reddito derivanti dalla gestione atipica; può essere utilizzato per determinare in modo sintetico l'andamento economico della gestione;
- *risultato ordinario*, determinato sottraendo dal risultato operativo globale l'importo degli oneri finanziari (gli oneri finanziari devono essere indicati al netto dei proventi derivanti da impieghi temporanei di liquidità. Se questi impieghi non fossero temporanei, infatti, sarebbero da considerare accessori, quindi questi proventi dovrebbero essere inseriti nell'ambito della gestione atipica);
- *risultato prima delle imposte*, dato dalla somma algebrica del risultato ordinario con i proventi e gli oneri derivanti dall'area straordinaria;
- *risultato d'esercizio*, determinato sottraendo al precedente le imposte sul reddito di competenza dell'esercizio.

Il conto economico può essere riclassificato secondo differenti configurazioni (Paganelli, 1991), la configurazione del conto economico a costi e ricavi della produzione tipica complessiva di cui al paragrafo 2.2.1 e la configurazione a costi e ricavi della produzione venduta di cui al paragrafo 2.2.2.

2.2.1. Configurazione a costi e ricavi della produzione tipica complessiva

In questo schema di conto economico il risultato operativo caratteristico è dato dalla differenza tra il valore della produzione tipica complessiva e il costo complessivo della produzione tipica.

Il *valore della produzione tipica complessiva* è dato dalla somma algebrica tra i seguenti proventi:

- ricavi netti di vendita, ottenuti sottraendo ai ricavi lordi i resi su vendite, gli abbuoni e gli sconti concessi ai clienti; indicano la parte della produzione destinata al mercato;
- variazione delle rimanenze di semilavorati di produzione, di prodotti in corso di lavorazione e di prodotti finiti, data dalla differenza tra le rimanenze finali e le esistenze iniziali; indica la parte della produzione destinata al magazzino;
- produzioni interne capitalizzate, che corrispondono alle lavorazioni in economia effettuate nel corso dell'anno; rappresentano la parte della produzione che l'azienda ha trattenuto per esigenze proprie;
- altri proventi tipici.

Il *costo complessivo della produzione tipica* è dato dalla somma tra i seguenti costi:

- costi per consumi di materie, che vengono ottenuti dalla somma algebrica tra i costi per acquisti di materie e la variazione delle rimanenze di materie, a sua volta data dalla differenza tra rimanenze finali e esistenze iniziali;
- retribuzioni e oneri relativi;
- costi per lavori, forniture e servizi vari;
- ammortamenti;
- altri oneri tipici.

In questo schema di Conto Economico i costi sono classificati per natura, cioè in base alla loro origine; infatti, abbiamo indicato i costi derivanti dall'acquisto di materie, quelli derivanti dal pagamento del personale, quelli derivanti dagli ammortamenti, eccetera.

Figura 3 – Schema di Conto Economico riclassificato a costi e ricavi della produzione tipica complessiva

1. Ricavi lordi di vendita	
2. Resi su vendite e altre detrazioni specifiche	
3. <i>Ricavi netti di vendita</i> (1 - 2)	(V)
4. Variazione nelle rimanenze di semilavorati (dei semilavorati di produzione, dei prodotti in corso di lavorazione) e prodotti (<i>RF - RI</i>)	
5. Produzioni interne capitalizzate	
6. Altri proventi tipici	
7. <i>Produzione tipica complessiva</i> (3 +/- 4 + 5 + 6)	
8. Acquisti di materie	
9. Variazioni delle rimanenze di materie (<i>RF - RI</i>)	
10. <i>Consumi di materie</i> (8 + /9)	
11. Retribuzione e oneri relativi	
12. Costi per lavori, forniture e servizi vari	
13. Ammortamenti	
14. Altri oneri tipici	
15. Costo complessivo della produzione tipica (10 + 11 + 12 + 13 + 14)	
16. <i>Risultato operativo caratteristico</i> (7 - 15)	(Ro')
17. Proventi e oneri da investimento in immobili civili	
18. Proventi e oneri da investimento in partecipazioni	
19. Proventi e oneri da investimenti accessori vari	
20. <i>Risultato operativo globale</i> (16 +/- 17 +/- 18 +/- 19)	(Ro)
21. Oneri finanziari	(Of)
22. <i>Risultato ordinario</i> (20 - 21)	
23. Proventi e oneri straordinari	
24. <i>Risultato prima delle imposte</i> (22 +/- 23)	
25. Imposte sul reddito	
<hr/>	
26. <i>Risultato netto</i> (24 - 25)	(Rn)

Fonte: Tratto da Paganelli (1991).

2.2.2. Configurazione a costi e ricavi della produzione venduta

In questo schema di conto economico i costi vengono riclassificati per destinazione, cioè sulla base della loro funzione; vengono così individuati i costi industriali, quelli commerciali e quelli amministrativi.

Prima di determinare il *risultato operativo caratteristico* viene calcolato il *risultato lordo industriale*, che esprime il contributo reddituale dell'attività di produzione vera e propria.

Il *risultato lordo industriale* è dato dalla differenza tra *ricavi netti di vendita* e il *costo industriale del venduto*. Quest'ultimo è ottenuto dalla somma algebrica tra i seguenti elementi:

- esistenze iniziali di materie, semilavorati, prodotti finiti; sono comprese in questa categoria perché sono state rispettivamente prodotte e vendute nell'esercizio;
- acquisti di materie, al netto di eventuali resi su acquisti, sconti o abbuoni ottenuti;
- retribuzioni industriali e oneri relativi; in questo caso vengono considerati soltanto i costi relativi al personale utilizzato nella produzione;
- costi industriali per lavori, forniture, servizi vari; anche in questo caso occorre una diretta pertinenza con l'attività produttiva;
- ammortamenti industriali; si tratta degli ammortamenti dei beni che possono essere definiti industriali (come ad esempio: impianti, parte dei fabbricati, ecc.) perché sono impiegati nella produzione;
- altri costi industriali;
- valore delle produzioni interne capitalizzate; esso deve essere sottratto visto che si tratta di una parte della produzione che non è stata venduta, ma che è rimasta all'interno dell'azienda;
- rimanenze finali di materie, semilavorati e prodotti; si tratta di elementi che non sono stati ancora utilizzati nella produzione (le materie), il cui processo produttivo non è ancora stato ultimato (semilavorati) o che non sono ancora stati venduti (prodotti); anche i valori loro corrispondenti devono quindi essere sottratti.

Il *risultato operativo caratteristico* viene determinato sottraendo al *risultato lordo industriale* le seguenti categorie di costi:

- costi commerciali; si tratta di tutti quei costi che è possibile riferire all'attività di distribuzione dei prodotti, cioè ammortamenti dei beni utilizzati per questa funzione, costo del personale addetto alle vendite e altri costi;
- costi amministrativi; sono costi che derivano dall'attività amministrativa;
- ad esempio: ammortamenti dei beni utilizzati nel lavoro d'ufficio, costi del personale relativi agli impiegati, altre spese;
- vanno infine considerati altri eventuali proventi e oneri tipici di varia origine.

Come accennato in precedenza queste configurazioni si differenziano solo per il modo con cui pervengono alla determinazione del risultato della gestione caratteristica. Tutti gli altri risultati parziali, successivi a quest'ultimo, sono calcolati seguendo un procedimento comune.

Figura 4 – *Schema di Conto Economico riclassificato a costi e ricavi della produzione venduta*

1. Ricavi lordi di vendita	
2. Resi su vendite e altre detrazioni specifiche	
3. Ricavi netti di vendita (1 - 2)	(V)
4. Rimanenze iniziali di materie, semilavorati e prodotti	
5. Acquisti di materie	
6. Retribuzioni industriali e oneri relativi	
7. Costi industriali per lavori, forniture e servizi vari	
8. Ammortamento industriale	
9. Altri costi industriali	
10. Produzioni interne capitalizzate	
11. Rimanenze finali di materie, semilavorati e prodotti	
12. Costo industriale del venduto (4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + - 10 - 11)	(Cpv)
13. Risultato lordo industriale (3 - 12)	
14. Costi commerciali	
15. Costi amministrativi	
16. Proventi e oneri tipici vari	
17. Risultato operativo caratteristico (13 - 14 - 15 +/-16)	(Ro)
18. Proventi e oneri da investimento in immobili civili	
19. Proventi e oneri da investimento in partecipazioni	
20. Proventi e oneri da investimenti accessori vari	
21. Risultato operativo globale (17 +/- 18 +/- 19 +/- 20)	(Ro)
22. Oneri finanziari	(Of)
23. Risultato ordinario (21 - 22)	
24. Proventi e oneri straordinari	
25. Risultato prima delle imposte (23 +/- 24)	
26. Imposte sul reddito	
27. Risultato netto (25 - 26)	(Rn)

Fonte: Tratto da Paganelli (1991).

Il *risultato operativo globale* è ottenuto dalla somma algebrica di quello caratteristico con i proventi e gli oneri derivanti dalla gestione atipica (cioè da investimenti accessori):

- proventi e oneri derivanti da investimenti in immobili civili;
- proventi e oneri derivanti da investimenti in partecipazioni e titoli;
- proventi e oneri derivanti da investimenti accessori vari.

Sottraendo al risultato operativo globale gli oneri finanziari netti si ottiene il *risultato ordinario*.

Dalla somma algebrica di quest'ultimo con i proventi e gli oneri derivanti dall'area straordinaria si ottiene il *risultato prima delle imposte*.

Infine, sottraendo dal risultato lordo le imposte otteniamo il *risultato netto d'esercizio*.

3. Il quadro degli indicatori: indici di composizione, di correlazione e margini

Gli indici sono relazioni matematiche, costruite tra i valori dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, dalle quali possono essere ottenute informazioni sull'andamento della gestione di un'azienda.

In base alle finalità conoscitive possiamo individuare (Paganelli, 1991):

- indici per l'analisi della redditività netta mediante i quali viene misurato il rendimento economico del capitale di rischio;
- indici per l'analisi della redditività operativa mediante i quali verificare la capacità di produrre reddito dell'attività tipica svolta dall'impresa;
- indici per l'analisi della solidità patrimoniale mediante i quali evidenziare la struttura degli impieghi e delle fonti del capitale;
- indici per l'analisi della situazione di liquidità mediante i quali valutare la capacità dell'azienda di far fronte alle uscite con le entrate.

Un singolo indice non è significativo, perché non è sufficiente per formulare un giudizio completo sull'andamento di un'azienda. Gli indici devono, infatti, essere analizzati in modo sistematico, osservandone le correlazioni.

La gestione di un'azienda, infatti, deve essere esaminata dal punto di vista sia economico, sia finanziario; valutazioni parziali e frammentarie rischiano di essere dannose e fuorvianti.

Un'azienda economicamente sana genera risorse finanziarie che, se non vengono prelevate, consentono l'incremento dei mezzi propri. Viceversa, se la situazione economica dell'azienda è negativa, significa che assorbe più risorse finanziarie di quante non ne produca, determinando, così, la necessità di ricorrere in modo più marcato al capitale di terzi. Anche l'aspetto finanziario influenza quello economico, tramite l'indebitamento. Un'azienda eccessivamente indebitata, infatti, dovrà pagare maggiori oneri finanziari di una che lo è meno; essa, quindi, a parità di altre condizioni, avrà una peggiore situazione economica. Quindi anche gli indici che si riferiscono a questi due diversi aspetti devono essere letti e interpretati in modo unitario (Caramiello, 1993).

L'azienda è una realtà dinamica che nel tempo subisce continui cambiamenti. Gli indici, invece, sono delle grandezze statiche, perché esprimono il rapporto esistente in un dato momento tra due voci appartenenti allo Stato Patrimoniale e al Conto Economico. Per attenuare la staticità dell'analisi, quindi, vengono effettuate delle comparazioni degli stessi nel tempo e nello spazio (Caramiello, 1993).

La comparazione nel tempo si esegue confrontando il valore di un indice riferito ad un determinato esercizio con quelli relativi agli esercizi precedenti. Affinché questo confronto sia possibile e abbia significato è necessario che, nel corso del tempo, gli schemi dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico siano rimasti uniformi, che i criteri di valutazione dei singoli elementi siano rimasti costanti e che i mutamenti strutturali e gli eventi straordinari siano stati chiaramente evidenziati.

La scelta della dimensione spaziale dell'analisi è altresì fondamentale.

La comparazione nello spazio avviene quando si confrontano indici relativi a imprese differenti, oppure quando ci si confronta con indici medi di settore o in base a indici standard.

Gli indici standard sono valori ritenuti congrui per tutte le imprese indipendentemente dall'attività esercitata. Quelli medi di settore, invece, tengono conto anche del settore cui l'azienda appartiene.

La comparazione tra valori relativi ad aziende diverse può risultare difficoltosa a causa delle diversità nei rispettivi criteri di valutazione; cosicché eventuali differenze tra gli indici potrebbero essere dovute a ciò. Il confronto con dati standard o con valori medi di settore può, invece, non essere sempre possibile a causa delle difficoltà di determinazione di questi dati.

4. Le modalità di analisi della condizione di redditività, della situazione finanziaria e patrimoniale

Le pagine che seguono sono rivolte allo studio di indici e/o quozienti derivanti dalla comparazione di valori desunti dallo Stato Patrimoniale e dal Conto Economico. L'analisi ha inizio dalla redditività netta (paragrafo 4.1), per proseguire poi con la redditività operativa (paragrafo 4.2), l'analisi della solidità patrimoniale (paragrafo 4.3) ed infine con la situazione della liquidità (paragrafo 4.4).

4.1. Analisi della redditività netta

In questo paragrafo elenchiamo gli indici utilizzati per valutare la redditività netta, ovvero, la capacità dell'azienda di remunerare il capitale proprio.

Per redditività netta si intende la capacità dell'azienda di remunerare il capitale proprio. Essa è misurata dal *ROE* (*Return On Equity*), cioè dal tasso di redditività del capitale proprio.

Il *ROE* è dato dal rapporto (espresso in termini percentuali) tra il risultato netto d'esercizio (*Rn*) e il capitale proprio (*N*):

$$ROE = \frac{Rn}{N}$$

Questo indice viene utilizzato per formulare dei giudizi sulla redditività complessiva della gestione aziendale. Si parla di redditività complessiva perché al numeratore viene inserito l'utile netto d'esercizio, alla cui formazione hanno contribuito tutte le aree in cui può essere idealmente scomposta la gestione aziendale.

A tal fine può essere confrontato con i valori degli esercizi precedenti, con i valori dei *ROE* di altre aziende oppure con i rendimenti dei possibili investimenti alternativi.

Il *ROE* può essere scomposto in fattori, ottenuto cioè dalla moltiplicazione tra il *ROI* (*Return On Investment*), cioè il tasso di rendimento del capitale globalmente investito in azienda, il *grado di indebitamento* e il *tasso di incidenza della gestione non caratteristica* (Paganelli, 1991).

$$\frac{Rn}{N} = \frac{Ro}{K} \times \frac{K}{N} \times \frac{Rn}{Ro}$$

dove:

$$\frac{Ro}{K} = ROI$$

$$\frac{K}{N} = \text{grado di indebitamento}$$

$$\frac{Rn}{Ro} = \text{tasso di incidenza delle aree non operative della gestione sul risultato operativo (si tenga presente che la gestione non operativa comprende l'area finanziaria, l'area straordinaria e quella tributaria).}$$

Esaminando le variazioni che questi tre fattori hanno avuto nel tempo è possibile capire come si è formato un determinato livello di redditività netta.

Il *ROI* misura la redditività del capitale globalmente investito in azienda.

Viene calcolato come rapporto (espresso in termini percentuali) tra il risultato operativo globale (Ro) e il capitale investito nell'esercizio considerato (K).

$$ROI = \frac{Ro}{K}$$

Questo indice esprime il rendimento di tutto il capitale investito in azienda senza distinguere se si tratti di capitale proprio o di capitale di terzi.

A parità di *grado di indebitamento* e di *tasso di incidenza della gestione non caratteristica* il *ROE* aumenta all'aumentare del *ROI*. Ciò significa che il rendimento del capitale proprio migliora se migliora anche quello del capitale globalmente investito in azienda.

Il *grado di indebitamento* è dato dal rapporto tra il capitale investito (K) e il capitale proprio (N). Mette in evidenza in quale proporzione il totale dei finanziamenti è costituito da capitale proprio.

$$\text{Grado di indebitamento} = \frac{K}{N}$$

Questo indice è espresso in termini unitari: va da uno (valore che assume in caso di assenza di capitale di terzi) in poi (con il capitale di terzi in proporzione progressivamente crescente). A parità di *ROI* e di *tasso di incidenza della gestione non caratteristica*, il *ROE* sale all'aumentare dell'indebitamento.

Il *tasso di incidenza delle aree non operative della gestione sul risultato operativo* è dato dal rapporto tra il risultato netto d'esercizio (Rn) e il risultato operativo globale (Ro).

$$\text{Tasso di incidenza delle aree non operative della gestione sul risultato operativo} = \frac{Rn}{Ro}$$

Questo indice consente di apprezzare l'influenza esercitata, nella formazione del risultato netto, dall'area finanziaria, da quella straordinaria e da quella tributaria.

Anch'esso è espresso in termini unitari: va da uno (valore che assume nel caso in cui il risultato netto sia uguale a quello operativo globale) a zero (nel caso in cui non ci sia un utile; se ci fosse una perdita assumerebbe, invece, valore negativo). A parità di *ROI* e di *grado di indebitamento*, il *ROE* aumenta man mano che questo indice si avvicina ad uno. In questo caso, infatti, migliora il contributo reddituale dato dalla gestione finanziaria, da quella straordinaria e da quella tributaria. Ciò determina un aumento del risultato d'esercizio che, a parità di capitale proprio, si traduce in un miglioramento della redditività netta.

Nell'ambito della gestione non caratteristica assume un'importanza particolare quella finanziaria. Per questo motivo può essere interessante analizzare anche *l'onerosità del capitale di credito* (i), espressa dal rapporto tra il totale

degli oneri finanziari (Of) e il totale del capitale di terzi (T).

$$i = \frac{Of}{T}$$

Di particolare rilievo nel trattare la scomposizione del ROE in fattori è il fenomeno della leva finanziaria. Questa rappresenta un importante collegamento tra la gestione economica e quella finanziaria, in quanto mette in relazione il grado di indebitamento, il tasso di redditività del capitale proprio, il tasso di rendimento del capitale globalmente investito in azienda e l'onerosità del capitale di terzi.

Studiare il fenomeno della leva finanziaria significa comprendere l'influenza del *grado di indebitamento* sul rendimento del capitale proprio. In particolare si cerca di individuare i casi in cui è possibile ottenere un aumento del ROE sfruttando un aumento dell'indebitamento.

L'aumento dell'indebitamento ha un duplice effetto sul ROE :

- un effetto moltiplicativo, derivante dall'aumento del grado di indebitamento;
- un effetto frenante, derivante dal peggioramento dell'incidenza della gestione non caratteristica causato, a sua volta, dall'incremento degli oneri finanziari.

Un'azienda sfrutta positivamente l'effetto leva derivante dall'aumento di indebitamento, quando riesce a far in modo che l'effetto moltiplicativo sia maggiore (in valore assoluto) dell'effetto frenante.

Per comprendere il funzionamento del fenomeno occorre analizzare alcune relazioni basate sulla differenza tra il ROI e i (a tal fine si definisce ROE lordo il ROE determinato in assenza di componenti straordinarie e di imposte sul reddito):

- se la differenza tra ROI e i è positiva allora il ROE lordo è superiore al ROI . Quindi, ogni volta che il rendimento dei capitali investiti è superiore al tasso pagato sui capitali di terzi l'azienda può, mediante il ricorso all'indebitamento, far crescere il ROE lordo fino al di sopra del ROI ;
- se la differenza tra il ROI e i è, invece, negativa il ROE lordo è inferiore al ROI . In una situazione di questo tipo, se l'azienda ha finanziato una parte della propria attività con capitale di terzi, il ROE lordo scende al di sotto del ROI .

In estrema sintesi aumentare l'indebitamento in una situazione in cui il ROI è superiore ad i determina un miglioramento del ROE . Il meccanismo della leva finanziaria è evidenziato da una equazione il cui punto di partenza è il quoziente che esprime la redditività del capitale proprio (ROE) (Paganelli, 1991).

$$ROE = \frac{Rn}{N}$$

dalla quale, con opportuni passaggi e sapendo che $R'n$ (risultato prima dei proventi e oneri straordinari e delle imposte sul reddito, ovvero il risultato ordinario) è uguale alla differenza tra reddito operativo (Ro) e gli oneri finanziari (Of)

$$R'n = Ro - Of$$

si ottiene:

$$ROE = \left(\frac{R'n}{N} \right) \times \left(\frac{Rn}{R'n} \right)$$

$$ROE = \left(\frac{Ro}{N} - \frac{Of}{N} \right) \times \frac{Rn}{R'n}$$

$$ROE = \left(\frac{Ro}{K} \times \frac{K}{N} - \frac{Of}{T} \times \frac{T}{N} \right) \times \frac{Rn}{R'n}$$

Poiché $\frac{K}{N} = 1 + \frac{T}{N}$ è chiaro che

$$ROE = \left(\frac{Ro}{K} + \frac{Ro}{K} \times \frac{T}{K} - \frac{Of}{T} \times \frac{T}{N} \right) \times \frac{Rn}{R'n}$$

$$ROE = \left[\frac{Ro}{K} + \frac{T}{N} \times \left(\frac{Ro}{K} - \frac{Of}{T} \right) \right] \times \frac{Rn}{R'n}$$

$$ROE = \frac{Ro}{K} \times \frac{Rn}{R'n} + \frac{T}{N} \times \left(\frac{Ro}{K} - \frac{Of}{T} \right) \times \frac{Rn}{R'n}$$

poiché $\frac{Ro}{K}$ è uguale al ROI e definendo $\frac{Of}{T}$ come i si ottiene

$$ROE = ROI \times \frac{Rn}{R'n} + \frac{T}{N} \times (ROI - i) \times \frac{Rn}{R'n}$$

Il rapporto di indebitamento agisce come moltiplicatore del divario esistente tra redditività del capitale investito e l'onerosità del capitale di terzi. Questo può assumere segno positivo o negativo. Dal che emerge quanto segue (Paganelli, 1991):

se $\frac{T}{N} = 0$, ovvero in assenza di capitale di terzi, il $ROE = ROI \times \frac{Rn}{R'n}$;

se $ROI = i$, non c'è nessun effetto leva e $ROE = ROI \times \frac{Rn}{R'n}$;

se $ROI > i$ allora $ROE > ROI \times \frac{Rn}{R'n}$ e la disuguaglianza aumenta al crescere di

$\frac{T}{N}$ e quindi abbiamo effetto leva positivo;

se $ROI < i$ allora $ROE < ROI \times \frac{Rn}{R'n}$ accrescendosi la prima disuguaglianza all'aumentare di $\frac{T}{N}$ e quindi abbiamo effetto leva negativo.

4.2. Analisi della redditività operativa

Per redditività operativa si intende la capacità della gestione caratteristica dell'azienda di produrre reddito. L'analisi della redditività operativa viene eseguita, di solito, per livelli successivi, via via più approfonditi.

Al primo livello di approfondimento troviamo il *ROI (Return On Investment)*, che esprime la redditività del capitale globalmente investito nell'attività aziendale.

Viene ottenuto dal rapporto tra il risultato operativo globale (Ro), costituito dal risultato operativo caratteristico e dai proventi netti degli investimenti accessori e il totale degli impieghi (K).

$$ROI = \frac{Ro}{K}$$

Per approfondire l'analisi occorre calcolare il *ROI caratteristico (ROI')*; esso è dato dal rapporto tra il risultato operativo caratteristico (Ro') (nel quale non sono compresi proventi e gli oneri atipici) e il capitale investito nella sola attività caratteristica, dato dal totale dei soli impieghi tipici (K'). Per calcolare K' occorre escludere dal valore dell'attivo tutti gli investimenti accessori (sia che appartengano alle immobilizzazioni, che all'attivo circolante) (Paganelli, 1991).

$$ROI' = \frac{Ro'}{K'}$$

Questo indice informa circa la redditività della gestione caratteristica; viene cioè utilizzato per valutare l'efficienza economica della produzione tipica svolta dall'impresa.

Per approfondire lo studio della redditività operativa è necessario scomporre ulteriormente il *ROI caratteristico*, in modo da ottenere i fattori che hanno portato alla sua determinazione.

Questo tipo di analisi prevede che il *ROI'* venga scomposto in altri due indici: il *ROS (Return On Sales)*, che esprime il rendimento delle vendite; e il *turnover*, che indica la velocità di rotazione dei capitali investiti in azienda.

Il *ROS*, cioè il tasso di redditività delle vendite, viene ottenuto dal rapporto fra il risultato operativo caratteristico (Ro') e le vendite nette caratteristiche, le

vendite sono cioè considerate al netto delle detrazioni ad esse relative (sconti, abbuoni e ribassi) (V):

$$ROS = \frac{Ro'}{V}$$

Questo indice esprime la capacità remunerativa dei ricavi di vendita dell'impresa in esame; cioè la capacità che questi hanno di generare risorse con cui remunerare i fattori della produzione.

Il *turnover*, cioè l'indice di rotazione del capitale investito nell'attività caratteristica, viene dato dal rapporto tra le vendite nette (V) e il capitale investito nell'attività caratteristica (K'):

$$turnover = \frac{V}{K'}$$

Esso indica la velocità di rigiro del capitale impiegato nella gestione tipica; cioè quante volte, nell'arco di un anno, quest'ultimo ritorna mediante le vendite.

ROS e *turnover* sono detti fattori della redditività operativa caratteristica perché dalla loro moltiplicazione è possibile ottenere il ROI' :

$$ROI' = ROS \times turnover$$

in quanto:

$$\frac{Ro'}{K'} = \frac{Ro'}{V} \times \frac{V}{K'}$$

Questi indici rappresentano due importanti indicatori per valutare l'efficienza economica della gestione dell'azienda perché permettono di capire se sono state adottate decisioni convenienti per il raggiungimento di un determinato livello di redditività. Il ROS evidenzia la relazione esistente tra prezzi di vendita e costi corrispondenti; se assume un valore elevato significa che l'azienda cerca di far aumentare i ricavi agendo sulle marginalità di vendita. Il *turnover*, invece, esprime il grado di utilizzo delle risorse impiegate nella produzione tipica dell'impresa; se, a parità di prezzi, si ha un aumento di questo indice significa che l'azienda sta cercando di far aumentare i ricavi agendo sui volumi di vendita. Il fatto di aver utilizzato bene queste due leve decisionali dipende anche dal tipo di azienda. Un'azienda commerciale avrà come obiettivo quello di migliorare il *turnover*; una industriale, invece, potrà anche cercare di far crescere i ricavi aumentando le marginalità della singola vendita.

A questo punto l'analisi può essere ulteriormente approfondita, sia per quanto riguarda il ROS , che per quanto riguarda il *turnover*.

Il ROS esprime, come si è visto nelle pagine precedenti, una relazione tra i ricavi ed i costi relativi alla gestione caratteristica. Ecco, quindi, che per approfondire le conoscenze riguardo a questo indice è necessario esaminare la strut-

tura dei costi e dei ricavi tipici, cioè la loro composizione (Paganelli, 1991). Occorrerà capire in che misura i vari costi incidono sui ricavi di vendita nella determinazione del risultato operativo caratteristico, e come questa incidenza varia nel corso del tempo.

Per effettuare tale tipo di analisi è utile impiegare il conto economico espresso a valori percentuali (Caramiello, 1993). Le informazioni, naturalmente, varieranno a seconda di quale schema sia stato scelto per riclassificare il conto economico stesso; sarà quindi possibile osservare le variazioni del costo del venduto e delle sue componenti, del costo della produzione tipica complessiva, del valore aggiunto e degli elementi che portano alla sua determinazione, del margine di contribuzione.

Il capitale impiegato nella produzione tipica dell'impresa è formato da investimenti di diverso tipo che, a seconda dei casi, possono essere compresi tra l'attivo fisso o tra l'attivo circolante. Quindi, per analizzare come si è formato il *tasso di rotazione del capitale investito*, può essere utile calcolare gli indici di rotazione dei vari tipi di investimenti e osservarne l'influenza su quello globale (Paganelli, 1991; Vergara, 1992).

Per primo possiamo calcolare l'*indice di rotazione delle immobilizzazioni materiali* ottenuto dal rapporto tra le vendite nette (V) e le immobilizzazioni materiali (Im).

$$\text{Indice di rotazione immobilizzazioni materiali} = \frac{V}{Im}$$

Esso indica quante volte nel corso di un esercizio le immobilizzazioni materiali hanno riacquisito forma liquida attraverso i ricavi. L'attendibilità di questo indice è fortemente condizionata dagli ammortamenti; il valore al denominatore, infatti, è espresso al netto dei fondi ammortamento. Un elevato valore dell'indice, quindi, potrebbe non significare un'elevata velocità di circolazione, ma solo che gli impianti sono molto ammortizzati e che presto sarà necessaria una loro sostituzione. Nel caso in cui l'azienda abbia appena fatto degli investimenti, con questo indice è possibile valutarne gli effetti sui ricavi di vendita; positivi se questi ultimi hanno avuto un aumento più che proporzionale, negativi in caso contrario.

Un altro indice che può essere calcolato è l'*indice di rotazione del capitale circolante relativo alla gestione caratteristica*. Viene ottenuto dal rapporto tra le vendite nette (V') e il totale delle attività a breve termine riguardanti l'attività caratteristica (C').

$$\text{Indice di rotazione capitale circolante gestione caratteristica} = \frac{V'}{C'}$$

Questo indice esprime quante volte nel corso dell'esercizio il capitale circo-

lante impiegato nella produzione tipica è ritornato in forma liquida.

Per comprenderne più precisamente il significato possono essere calcolati altri indici.

Innanzitutto l'*indice di rotazione del magazzino*, ottenuto dal rapporto tra il costo della produzione venduta (Cpv) e le giacenze medie di magazzino (M).

$$\text{Indice di rotazione del magazzino} = \frac{Cpv}{M}$$

Questo indica quante volte nel corso dell'esercizio è stato necessario ricostituire le giacenze di magazzino.

Inoltre, può risultare utile esaminare l'andamento dell'*indice di rotazione dei crediti commerciali*. Viene ottenuto dal rapporto tra le vendite nette a credito effettuate durante l'anno (di solito questo dato non è disponibile, quindi si prende il totale delle vendite nette V') e il totale dei crediti commerciali indicati in bilancio, al netto del valore dell'Iva che deve essere scorporata.

$$\text{Indice di rotazione dei crediti commerciali} = \frac{V'}{c}$$

Tale valore indica il numero medio di volte in cui i crediti commerciali si sono rinnovati nell'esercizio preso in esame. L'utilità di questo indice però viene avvertita soprattutto nell'ambito dell'analisi finanziaria.

Un ulteriore metodo di analisi della redditività operativa è costituito dall'esame della cosiddetta *leva operativa*.

Tale modalità di esame dei dati si fonda sulla distinzione dei costi operativi in fissi e variabili; tale distinzione può essere evidenziata mediante una riclassificazione del conto economico che prevede, a monte della determinazione del reddito operativo, il calcolo del *margin di contribuzione*. In particolare, tale indice è dato dalla differenza tra ricavi di vendita e costi variabili:

$$\text{margin di contribuzione} = \text{ricavi di vendita} - \text{costi variabili}$$

Tale valore è utilizzato per calcolare un ulteriore indice dato dal rapporto tra il margin di contribuzione ed il reddito operativo.

$$\text{Indice di leva operativa} = \text{margin di contribuzione} / \text{reddito operativo}$$

L'applicazione di tale metodo parte dall'ipotesi che le aziende con una struttura dei costi più rigida, ovvero con un maggior peso di costi fissi, sono potenzialmente in grado di ottenere, all'aumentare del volume di produzione, incrementi di reddito superiori rispetto alle aziende con una struttura dei costi più elastica.

Tali aziende, infatti, sono in grado di sfruttare meglio le economie di scala. Ciò è spiegabile anche dal punto di vista matematico: a parità di volume di costi totali una maggior componente di costi fissi fa sì che, in caso di aumento