

Collana

DETERMINAZIONE E COMUNICAZIONE DEL VALORE NELLE AZIENDE

Serie Didattica

Claudio Teodori

ANALISI DI BILANCIO

FINALITÀ, CARATTERISTICHE, INTERPRETAZIONE

Quarta edizione aggiornata e ampliata



G. Giappichelli Editore – Torino

Introduzione

L'analisi di bilancio è un processo interpretativo, senza automatismi, finalizzato alla valutazione della capacità di un'impresa di operare secondo economicità. L'economicità configura, infatti, un principio guida di governo atto a permettere, nel lungo periodo, il perseguimento dell'autonomia e della durabilità aziendale, soddisfacendo le attese dei conferenti del capitale di rischio (risparmio) e dei prestatori di lavoro, cioè dei membri del soggetto economico. La valutazione dell'economicità trova sintetica rappresentazione nelle misurazioni periodiche, sia parziali sia globali: nell'ambito delle seconde, ruolo fondamentale è assunto dal bilancio, sintesi del sistema dei valori d'impresa. Tale documento, volto alla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale abbisogna, per identificarne appieno il suo potenziale informativo, di essere sottoposto a opportune elaborazioni, tramite tecniche e strumenti specifici.

Il bilancio è destinato a una platea assai numerosa e variegata di interlocutori, ciascuno dei quali, pur essendo interessato a soddisfare obiettivi conoscitivi peculiari, persegue il medesimo scopo generale consistente nella valutazione dell'assetto economico globale dell'impresa, del gruppo o, più in generale, di un'entità. L'apprezzamento delle condizioni economiche d'impresa trova, non di rado, riscontro nell'analisi di bilancio, sviluppata secondo metodologie più o meno sofisticate e approfondite. Al riguardo, il presente lavoro propone un modello base di riferimento per la realizzazione di efficaci processi di analisi.

La prassi e la teoria economico-aziendale evidenziano un'ampia diffusione degli strumenti e delle tecniche di analisi di bilancio: non è però possibile individuare un'impostazione comune e generalmente condivisa. Le proposte esistenti sono molteplici, ognuna connotata da distinte indicazioni più o meno originali, non poche delle quali caratterizzate da eccessiva genericità e non sufficientemente incentrate su un approccio sistemico.

Nel lavoro l'attenzione è posta sulle analisi dirette a valutare la situazione economica complessiva di un'impresa, compiute da un soggetto esterno, sulla base del bilancio destinato a pubblicazione. L'obiettivo consiste, dunque, nell'ottenere il più approfondito grado di conoscenza possibile, tenuto conto delle caratteristiche del documento di riferimento: le finalità di predisposizione, i criteri valutativi utilizzati, la normativa civilistica indirizzata alla tutela dei terzi, quella internazionale più orientata agli investitori, fanno del bilancio uno strumento fondamentale

ma la cui formazione e successiva interpretazione sono fortemente dipendenti dai suoi scopi. Attraverso il bilancio di esercizio è pertanto possibile effettuare analisi consuntive ma con proiezione al futuro che si differenziano, per molteplici aspetti, da quelle a preventivo, anche se alcuni strumenti sono comuni.

La metodologia di analisi presentata si propone di validità generale in termini di fasi logiche da percorrere ma differenziata relativamente alle concrete situazioni affrontate dai diversi utilizzatori. A titolo esemplificativo, il reddito della gestione caratteristica è determinabile per qualsivoglia tipologia di impresa: ciò che necessariamente si modifica sono l'estensione e l'articolazione della gestione tipica, che si riflettono anche in criteri difformi di aggregazione dei costi e dei ricavi cosicché in alcune realtà economiche gli interessi attivi, i fitti attivi, i dividendi sono correlati alla gestione patrimoniale, mentre in altre alla gestione tipica a causa di una difforme attività svolta. Ancora, prima di giungere alla determinazione del reddito operativo è possibile calcolare altri risultati economici intermedi, la cui numerosità e denominazione sono direttamente correlati alle caratteristiche della combinazione economico-produttiva dell'impresa esaminata.

Quanto esposto presuppone che l'analista utilizzi un approccio "ragionato" alla realtà indagata, senza ricorrere a schemi predefiniti essendo, in non pochi casi, necessario un adattamento. La standardizzazione assume, pertanto, valore di prima approssimazione, da intendersi come schematizzazione teorica piuttosto che operativa: qualsiasi modello concettuale proposto (compreso quello nel presente volume) ha valore come punto di riferimento ma presuppone, da parte dell'utilizzatore, un intervento adattativo la cui ampiezza è funzione della tipologia di azienda e degli scopi da raggiungere. Non è pensabile l'impiego del medesimo modello per le imprese manifatturiere, commerciali, finanziarie, assicurative, di ingegneria: lo "spirito di fondo" è analogo ma in ciascuna realtà è fondamentale cogliere gli elementi tipizzanti. Inoltre, si assiste usualmente al prevalere di un approccio quantitativo di confronto con valori "ideali" e "generali". Si sostiene la sterilità di tale modo di procedere: non esistono valori "ideali" per i quozienti ma solamente termini di paragone variabili da impresa a impresa; il singolo indice, in prima approssimazione, non dà informazioni vevoli se non quando correlato ad altri. La costruzione degli indici e la successiva interpretazione sono il momento terminale dell'analisi ma non l'unico: è improponibile pensare di giudicare il successo economico di un'impresa disponendo solamente di questi indicatori, senza aver percorso tutte le fasi del processo di analisi. L'analista esperto riesce a cogliere dal bilancio informazioni preziose, in quanto conscio di come viene costruito e di quali sono le aree critiche su cui concentrare l'attenzione.

Non esistono, si è scritto e si può appurare nell'operatività, indici in assoluto migliori di altri. Importante è che essi siano collegati da relazioni di interdipendenza e complementarità o, più sinteticamente, rappresentino un sistema in grado di cogliere gli elementi più qualificanti per valutare la capacità di ottenimento, da parte di un'impresa, del successo (economico ma non solo) nel lungo termine:

in tal modo si evita di privilegiare la forma e la numerosità a scapito della sostanza e della sintesi dei fenomeni.

Nelle pubblicazioni in tema di analisi di bilancio, si osservano proposte parzialmente divergenti in termini di contenuti, anche se sostanzialmente simili per finalità da raggiungere. Ciò che invece risulta assai difforme è la terminologia utilizzata anche a fronte dei medesimi oggetti da investigare: l'obiettivo del lavoro è, pertanto, anche quello di privilegiare il commento dei fenomeni economici cercando di individuare gli strumenti che meglio permettono di analizzarli, senza porre eccessiva enfasi sulla denominazione impiegata.

Si ricorda, inoltre, che i risultati forniti dagli strumenti di analisi non si prestano a una lettura acritica. La dimensione quantitativo-monetaria, pur fondamentale ma per sua natura parziale, necessita di essere integrata da un'interpretazione qualitativa degli accadimenti aziendali su periodi non brevi. Qualsiasi giudizio sull'economicità di un'impresa presuppone la disponibilità di più bilanci d'esercizio, in modo da cogliere la dinamica dei valori e non effimeri equilibri limitati nel tempo e nello spazio.

Infine, particolare attenzione deve essere dedicata alle informazioni non finanziarie, che rappresentano un importante completamento di quelle contenute nel bilancio: si fa riferimento, a solo titolo esemplificativo, al bilancio di sostenibilità.

Nel volume vengono approfonditi due tipici strumenti di analisi di bilancio: la riclassificazione delle tavole di sintesi – compreso il rendiconto finanziario – e gli indici di bilancio, costruiti anche ricorrendo a flussi finanziari e monetari, così da rendere più completa l'analisi della dinamica finanziaria. Degli indicatori si definiscono le modalità di costruzione, il ruolo informativo assunto, la metodologia interpretativa del sistema complessivo, di generale applicazione poiché fondata su relazioni logiche tra dimensioni rilevanti di analisi. Proprio per l'assenza di una generale condivisione a causa della mancanza di regolamentazione su quanto oggetto del volume, gli aggregati e gli indici identificati rientrano nell'ambito degli indicatori alternativi di performance.

L'obiettivo principale del volume, ampiamente rivisto nella sua struttura e contenuto, è quindi proporre uno schema di riferimento idoneo ad agevolare, nelle varie fattispecie, la conveniente ed efficace realizzazione dei processi di analisi. In altri termini, si tratta di utilizzare al meglio i dati e le informazioni contenute nel bilancio, trasformandoli in conoscenze sull'oggetto indagato, privilegiando gli aspetti di selettività e di chiarezza interpretativa.

La prima parte del volume è dedicata a identificare il quadro di riferimento e le caratteristiche dell'analisi di bilancio.

Il capitolo iniziale definisce le finalità e i confini dell'analisi, oltre alla generale metodologia applicabile da un analista esterno per la valutazione del grado di economicità raggiunto dall'impresa, considerata come oggetto unitario di indagine. In particolare, si evidenzia qual è il contributo informativo che il bilancio destinato a pubblicazione concretamente fornisce, evitando di attribuirgli potenzialità di cui non dispone: si identificano i principali destinatari e utilizzatori, oltre ai

fabbisogni conoscitivi soddisfatti attraverso le sintesi economiche periodiche. Sono anche definiti i concetti generali e le modalità attraverso le quali costruire e interpretare il sistema di indicatori: in particolare, si insiste sulle condizioni limitanti alla piena applicazione, identificabili sia nel grado di chiarezza e attendibilità del bilancio sia nelle modalità utilizzate per esaminarlo. Tra queste si segnala l'assoluta inutilità dell'indagine su singoli indici se questi non sono logicamente inseriti in un sistema, rappresentativo dell'oggetto da valutare. Momento importante è l'individuazione dei parametri di riferimento per il suo apprezzamento, senza i quali l'analisi si presenterebbe assai poco incisiva: essi vengono distinti in esterni (analisi interaziendali) e interni, anche se risulta fondamentale il ricorso congiunto alle due fattispecie. Infine, come peculiare tipologia di parametro di riferimento, si introduce il ruolo degli indici di bilancio a fronte della previsione della crisi.

Nel secondo capitolo l'attenzione è focalizzata sulla fase di lettura, suddivisa in molteplici punti, da intendersi come momento qualificante per il corretto impiego degli strumenti analitici e per l'interpretazione del sistema di indici, attribuendo importanza prioritaria al ruolo assunto dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione. Infine, si affronta brevemente la tematica sull'attendibilità del reddito, premessa per una proficua analisi fondata su informazioni quantitativo-monetarie.

La seconda parte del volume è dedicata alla riclassificazione delle tavole di sintesi predisposte secondo la normativa italiana, intesa sia come fase interpretativa autonoma che fornisce rilevanti aggregati di valori, sia propedeutica al successivo calcolo e alla collegata interpretazione degli indici. Nel terzo, quarto e quinto capitolo si presentano alcuni schemi di riclassificazione delle singole tavole, fondati su criteri alternativi. Preliminare è l'individuazione, nell'ambito dell'unitaria gestione aziendale, di aree gestionali parziali, con la sola finalità di determinarne il contributo di ciascuna agli specifici oggetti esaminati (il reddito netto, gli investimenti e i finanziamenti, i flussi finanziari e monetari). Per il conto economico vengono proposti alcuni schemi riclassificati per le analisi esterne e interne, evidenziando che gli stessi rappresentano dei modelli base, che richiedono un adeguamento in funzione della peculiare attività svolta dall'impresa. Particolare attenzione è dedicata al commento dei principali risultati e aggregati ottenuti, con riferimento agli aspetti di connessione e differenziazione tra gestione caratteristica, patrimoniale e finanziaria. In merito all'area dei componenti straordinari, tenuto conto che non sono più indicati autonomamente, si sono proposti dei criteri sia per delimitare il loro ambito, sia per interpretare le "nuove" voci che andranno a incorporarli. La riclassificazione dello stato patrimoniale ha come finalità la determinazione della struttura finanziaria e degli investimenti dell'impresa: anche in questo caso si sono individuati due schemi non alternativi di riclassificazione, ognuno dei quali soddisfa specifiche esigenze conoscitive. Per il rendiconto finanziario, infine, si fa riferimento a uno schema anch'esso suddiviso in specifiche aree gestionali, che può assumere forma scalare o a sezioni contrapposte.

A chiusura dei capitoli sulla riclassificazione si è eseguita una prima interpretazione dei risultati ottenuti, attraverso il ricorso ad analisi verticali e orizzontali delle tavole di sintesi rielaborate (sesto capitolo).

L'ultimo capitolo della seconda parte è dedicato all'applicazione operativa, presentando le principali differenziazioni tra tavole di sintesi pubblicate e riclassificate, individuando gli aspetti problematici nel passaggio dalle prime alle seconde: sono, quindi, proposti degli schemi di raccordo, con valore di prima approssimazione.

La terza parte del volume è dedicata alla presentazione del sistema di indici, suddiviso in quattro sottosistemi, all'interno di ciascuno dei quali esistono quozienti di primo e di secondo livello. Si propone, quindi, un modello di riferimento principale, anche se non viene trascurata l'illustrazione di alcuni indicatori frequentemente utilizzati nella realtà ma ritenuti, a parere di chi scrive, meno espressivi per la finalità perseguita o duplicazioni di altri già esistenti, vista la notevole correlazione che li caratterizza. Nelle applicazioni non bisogna farsi fuorviare dalle denominazioni attribuite ai singoli indici ma è fondamentale verificare le modalità di costruzione, poiché non esiste comunanza terminologica, né all'interno di un singolo Paese né tanto meno a livello internazionale.

I cinque capitoli successivi (dall'ottavo al dodicesimo) hanno per oggetto i singoli sottosistemi o poli di analisi identificati nella solidità, nella redditività, nella liquidità, a cui è collegata l'analisi della dinamica finanziaria e nelle potenzialità di sviluppo. Nell'ambito della solidità particolare approfondimento è dedicato alla definizione della posizione finanziaria netta, al rapporto di indebitamento nelle sue varie configurazioni e al grado di copertura, oltre che al corretto utilizzo dei quozienti relativi alle immobilizzazioni, influenzati sia dall'esistenza dei beni in leasing sia da una politica di ammortamento non sempre rispondente a significativi principi economici. Nella seconda dimensione si propongono differenti tipologie di redditività del capitale investito e di costo dell'indebitamento, in funzione della finalità conoscitiva perseguita, integrate da un'interpretazione quali-quantitativa dell'effetto di leva finanziaria e della redditività netta. La liquidità, articolata in due capitoli, oltre agli usuali indici, viene esaminata anche attraverso quozienti costruiti ricorrendo a classi e aggregati del rendiconto finanziario, certamente più espressivi nell'ambito della dimensione indagata. In particolare, l'attenzione è posta sugli indicatori costruiti con valori dello stato patrimoniale, sul capitale circolante netto, sull'impatto della gestione caratteristica. Infine, le potenzialità di sviluppo sono investigate nelle dimensioni strutturale e operativa, cogliendone le evidenti connessioni e i riflessi sugli altri poli di analisi.

Il tredicesimo capitolo assolve la funzione di integrare il contenuto dei precedenti, per enfatizzare la necessità di approccio sistematico in fase di costruzione e interpretazione: si sviluppa, dunque, un sistema integrato di indicatori, dal quale emerge la necessità di una lettura ed esegesi complessiva, per cogliere le reciproche influenze.

La quarta parte del volume è dedicata a due tematiche ritenute rilevanti. La

prima riguarda l'esame preliminare dei riflessi, sulla metodologia di analisi, del bilancio predisposto secondo i principi contabili internazionali, con particolare riguardo alle condizioni di comparabilità con bilanci fondati su corpus di principi contabili diversi. Attenzione quasi esclusiva è dedicata al principio contabile internazionale IAS n. 1, che ha come oggetto la presentazione del bilancio e del suo contenuto, dedicando anche spazio all'importante percorso di revisione in atto. La seconda attiene all'analisi del bilancio consolidato, presentando una specifica metodologia che valorizzi la dimensione qualitativa e quantitativa, identificando alcuni indicatori specifici solo di questo bilancio.

A conclusione di questo lavoro, desidero formulare un sentito ringraziamento ai Colleghi e ai Collaboratori con i quali ho condiviso e sto condividendo importanti esperienze nei corsi di Analisi di bilancio, oltre che agli Studenti per le loro osservazioni.

Resta, naturalmente, a carico dell'autore la responsabilità di tutto il lavoro.

CLAUDIO TEODORI

Brescia, Università degli Studi, luglio 2022

Parte Prima

**Il quadro di riferimento e le caratteristiche
dell'analisi di bilancio**

Capitolo 1

Le finalità dell'analisi e le condizioni di efficace impiego

SOMMARIO: 1.1. Le finalità e i confini dell'analisi di bilancio. – 1.2. La metodologia di analisi. – 1.3. Gli indicatori alternativi di performance. – 1.4. Il bilancio come strumento di soddisfacimento dei fabbisogni informativi dei differenti destinatari e utilizzatori. – 1.5. Le condizioni di efficace impiego dell'analisi. – 1.6. I termini di riferimento per l'apprezzamento degli indicatori. – 1.7. I parametri esterni per le comparazioni interaziendali. – 1.8. I parametri interni per le comparazioni temporali. – 1.9. L'analisi di bilancio e la crisi aziendale. – 1.10. I punti chiave del capitolo.

1.1. Le finalità e i confini dell'analisi di bilancio

L'economicità rappresenta il principio guida nel governo delle imprese, il cui perseguimento è alla base del successo economico, in quanto permette di mantenere la durabilità e l'autonomia¹. L'agire secondo economicità comporta il congiunto ottenimento, nel lungo periodo, di due equilibri: il reddituale e il monetario. L'interesse per il profilo indagato non deve comunque prescindere dal considerare che l'impresa è istituto economico-sociale e, come tale, profondamente influenzata anche da finalismi extra economici, di specie sociale, ambientale e politica. Tuttavia, nel lavoro, si pone l'attenzione solamente sulla dimensione economica del multiforme finalismo d'impresa, in quanto si ritiene elemento fondamentale per la sua continuità e, quindi, anche per il pieno perseguimento delle altre tipologie di obiettivi.

La valutazione dell'economicità richiede misurazioni sistematiche, le quali trovano rappresentazione nel bilancio di esercizio, individuale o consolidato². La

¹ Per approfondimenti sul concetto di economicità, G. AIROLDI-G. BRUNETTI-V. CODA, *Corso di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 2020, capitolo VII.

² Si tratta di misurazioni con rilevanza esterna. All'interno dell'impresa si utilizzano altri strumenti per valutare sistematicamente l'andamento economico, quali ad esempio la contabilità analitica o, in generale, quelli riconducibili ai sistemi di programmazione e controllo.

sintesi periodica del sistema dei valori d'azienda è fondata sul presupposto dell'*impresa in funzionamento* e finalizzata alla determinazione del reddito di esercizio e del correlato capitale di bilancio. Al fine di una maggiore significatività dei contenuti, si considera il bilancio destinato a pubblicazione, cioè indirizzato alla generalità dei terzi interessati all'andamento economico dell'impresa. Infatti, il bilancio è una fonte informativa pubblica, un documento obbligatorio con vincoli minimali, il principale strumento per la diffusione sistematica di informazioni economico-finanziarie, che permette l'universalità del confronto.

Per meglio identificare il suo potenziale informativo e formulare articolati e completi giudizi sul profilo indagato, è necessario sottoporre il bilancio a elaborazione, utilizzando alcune tecniche riconducibili alla generica denominazione di *analisi di bilancio*³.

Compiere analisi di bilancio significa applicare un metodo di ricerca in cui l'oggetto di indagine è scomposto ed esaminato nelle sue parti elementari, rilevanti per il raggiungimento di definiti obiettivi conoscitivi, esprimendo anche in termini algoritmici le relazioni tra componenti di bilancio. In questa sede ci si propone di valutare la situazione economico-finanziaria complessiva: ciò presuppone la focalizzazione sui valori espressivi di tutte le dimensioni gestionali rilevanti dell'impresa⁴. L'analisi di bilancio deve, quindi, essere effettuata in modo

³ Sull'analisi di bilancio si segnalano, tra gli altri, i seguenti contributi: M. ALLEGRI, S. FERRAMOSCA, *Analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2022; G. BRUNETTI-V. CODA-F. FAVOTTO, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, 1990; V. CODA-G. BRUNETTI-M. BERGAMIN BARBATO, *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas, Milano, 1974; C. CARINI, *L'analisi di bilancio e la valutazione del posizionamento strategico. Dal settore ai segmenti di attività*, Franco Angeli, Milano, 2010; C. DEVECCHI (a cura di), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 1993; M. FAZZINI, *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer, Milano, 2020; P. FERRARESE-M. MANCINI-C. MARCON-U. SOSTERO, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2021; G. FERRERO-F. DEZZANI-P. PISONI-L. PUDDU, *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2006; L.M. FRASER-A. ORMISTON, *Understanding Financial Statements*, Pearson, New York, 2021; M.S. FRIDSON-F. ALVAREZ, *Financial statement analysis*, Wiley, New York, 2022; P. GHIRINGHELLI, *Analisi di bilancio e driver di valore*, Egea, Milano, 2019; F. GIUNTA-M. PISANI, *L'analisi di bilancio*, Maggioli Apogeo, Santarcangelo di Romagna, 2016; G. GRECO-V.G. CENCIARELLI-A. GABRIELLI, *L'analisi economico-finanziaria del bilancio*, Giappichelli, Torino, 2021; L. MARCHI-A. PAOLINI-A. QUAGLI, *Strumenti di analisi gestionale: il profilo strategico*, Giappichelli, Torino, 2019; S. MASCHERETTI-S. MERUSI, *Guida all'analisi di bilancio*, Etas, Milano, 2007; E. MENICUCCI, *Casi e applicazioni di analisi di bilancio*, Franco Angeli, Milano, 2016; G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2021; P. PISONI-A. DEVALLE, *Analisi finanziaria*, Giuffrè, Milano, 2016; A. RICCIARDI, *L'analisi di bilancio per la valutazione dei rischi*, Franco Angeli, Milano, 2020; T.R. ROBINSON, *International Financial Statement Analysis*, Wiley, New York, 2020; R. SAINAGHI, *Introduzione al bilancio e all'analisi economico-finanziaria*, Pearson, Milano, 2021; K. SCHOENEBECK-M. HOLTZMAN, *Interpreting and analyzing financial statements*, Pearson, New York, 2013; R. SILVI, *Analisi di bilancio: la prospettiva manageriale*, McGraw Hill, Milano, 2021; K.R. SUBRAMANYAM, *Financial statement analysis*, McGraw-Hill Education, New York, 2014; A. SURA, *Introduzione alle tecniche di analisi del bilancio redatto secondo gli IFRS*, Giappichelli, Torino, 2011.

⁴ A fronte di più utilizzatori, ognuno con finalità conoscitive parzialmente difformi, l'oggetto comune di analisi è la valutazione dell'economicità. Per tale ragione non si condivide – come a volte

da individuare informazioni significative su tali dimensioni. Le principali tecniche allo scopo utilizzate e sviluppate nel lavoro, sono:

- a) la riclassificazione delle tavole di sintesi;
- b) i quozienti o indici di bilancio;
- c) i flussi monetari e finanziari⁵.

L'analisi di bilancio, momento di grande rilievo della più ampia analisi fondamentale, è un processo valutativo e non descrittivo o meccanico, che presuppone conoscenze specifiche e competenze professionali.

Va collocata in un ambito più esteso, dove assumono rilievo anche informazioni di natura qualitativa, quantitativo non monetaria e non finanziaria, con l'ausilio delle quali effettuare ulteriori valutazioni o collocare logicamente i risultati emergenti dall'applicazione delle singole tecniche⁶: ciò in quanto esse forniscono dei sintomi e non le cause dei fenomeni, le quali richiedono un'approfondita analisi qualitativa in fase di interpretazione delle elaborazioni effettuate.

I multiformi fenomeni aziendali non possono, infatti, trovare completa espressione in valori quantitativo-monetari, in quanto non pochi di essi risentono di definiti principi contabili alla base della loro determinazione. Pertanto, un giudizio complessivo sull'impresa non può mai disgiungersi da un'interpretazione qualitativa dei risultati (equilibri) raggiunti o non raggiunti, connessa a fattori congiunturali e strutturali (contesto in cui l'impresa opera, strategie perseguite, business model, grado di concorrenza e innovazione, driver di valore, ecc.) e da tutti quegli elementi che, pur non valorizzati, contribuiscono al perseguimento degli obiettivi aziendali⁷.

Per i destinatari esterni all'impresa, il bilancio di esercizio rappresenta l'unico documento disponibile⁸ a contenuto quantitativo-monetario: pertanto, l'apprezzamento dell'economicità richiede un'elaborazione tale da consentire di ottenere

si osserva nella realtà – il perseguimento di scopi definiti “parziali” quali, ad esempio, l'analisi del solo profilo finanziario, in quanto quest'ultimo è profondamente connesso con il reddituale e con il monetario: ciò che distingue i singoli utilizzatori non deve essere la parzialità dell'analisi ma la differente modalità interpretativa o il grado di approfondimento di taluni aspetti rispetto ad altri.

⁵ Il tema di costruzione del rendiconto è affrontato in uno specifico lavoro, strettamente collegato a questo, a cui si rinvia: C. TEODORI, *La costruzione del rendiconto finanziario e il suo ruolo informativo*, Giappichelli, Torino, 2022. Come per le altre due tavole (conto economico e stato patrimoniale) si presuppone la disponibilità del rendiconto finanziario, che il D.Lgs. n. 139/2015 ha reso obbligatorio per tutte le imprese, ad eccezione di quelle di minori dimensioni.

⁶ In tal senso, un analista non giudica automaticamente in modo negativo una perdita di esercizio ma ne determina le cause, collocandola nel contesto economico e ambientale in cui è maturata.

⁷ Per un breve approfondimento sull'informativa legata alla sostenibilità, si veda il par. 2.1.

⁸ L'unicità del bilancio come fonte conoscitiva esterna è considerazione valida per le piccole e medie imprese: al crescere della dimensione ma, soprattutto, della cultura della comunicazione economica, risultano disponibili altre informazioni, riprese dalla stampa specializzata nazionale e locale o fruibili in forma “elettronica” (Web).

l'analisi più approfondita possibile. Si tratta, quindi, di un processo complesso, sviluppato in condizioni di conoscenza limitata, che richiede specifiche sensibilità e abilità.

Le tecniche in discussione trovano, naturalmente, proficuo impiego anche nelle analisi interne: ciò che cambia sono i valori su cui si applicano e il grado di approfondimento possibile⁹, in quanto maggiore è il livello di analiticità delle informazioni disponibili e il grado di conoscenza delle modalità per il loro ottenimento. Ad esempio, il tasso di redditività del capitale investito è indicatore utilizzato anche nell'ambito dell'analisi del valore¹⁰, poiché le informazioni desumibili all'interno dell'impresa permettono di disporre dei dati necessari allo scopo.

L'analisi di bilancio si dimostra uno strumento efficace se i risultati ottenuti sono correttamente contestualizzati, con riferimento al settore e al comparto di appartenenza e se viene applicata su più bilanci relativi ad esercizi consecutivi, poiché obiettivo è valutare il perseguimento dell'economicità, la quale assume pieno significato nel medio-lungo termine. Analizzare un solo bilancio è, pertanto, operazione limitante e dai risultati sterili: infatti, un singolo periodo potrebbe presentare un risultato particolarmente favorevole (o sfavorevole) per circostanze difficilmente ripetibili o per scelte valutative strumentali e gli indicatori calcolati sui valori ad esso relativi potrebbero indurre attese ingannevoli sui risultati futuri dell'azienda. La gestione aziendale si svolge senza soluzione di continuità: per esigenze conoscitive si suddivide tale unitarietà temporale in periodi amministrativi, con riferimento ai quali vi è la determinazione del reddito di esercizio e del correlato capitale. Appare evidente la forte interdipendenza tra esercizi successivi per l'esistenza, a fine periodo, di processi produttivi in corso: soltanto intervalli di analisi relativamente ampi (tre/cinque anni) permettono di esprimere valutazioni esaustive, conferendo alle informazioni il necessario carattere dinamico. Come periodi troppo brevi limitano la significatività dell'analisi, anche periodi troppo lunghi possono generare alcune difficoltà in termini di omogeneità, soprattutto in momenti dove le condizioni economiche sono in rapido mutamento. A questo proposito, dopo una crisi importante, si tende a comparare la situazione attuale con quella pre-crisi: questo ha significato solamente se a livello strutturale i parametri precedenti possono essere raggiungibili. Ciò che interessa molto di più sapere è il nostro posizionamento, rispetto agli altri, piuttosto che la distanza da un periodo le cui condizioni economiche potrebbero non essere replicabili. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla crisi economica del 2009 e alla pandemia del 2020 (2021). Molteplici sono le analisi effettuate per capire se i valori precedenti alle due crisi fossero stati recuperati, in taluni casi trasformando in assillo questo

⁹ Si pensi, ancora, al sistema di contabilità analitica.

¹⁰ Tale filone di analisi non viene approfondito nel lavoro, salvo qualche breve cenno, in quanto la capacità di un'impresa di produrre valore è pienamente determinabile soltanto con analisi effettuate all'interno della medesima: ciò non significa che dall'esterno tale indagine sia preclusa ma che i risultati ottenuti rappresentano sempre un'approssimazione, più o meno precisa, al reale.

benchmark e senza preoccuparsi se le imprese stessero ponendo le basi per affrontare scenari economici (e geo-politici) completamente difforni dai precedenti.

1.2. La metodologia di analisi

Il bilancio di esercizio rappresenta, pur con i limiti conosciuti, uno strumento fondamentale per valutare le scelte gestionali di un'impresa: la sua struttura, così come prevista dalla normativa, non permette di ottenere direttamente dai prospetti pubblicati indicazioni esaurienti sulla concreta situazione reddituale, finanziaria, patrimoniale e monetaria. Il bilancio contiene le informazioni utili per esprimere valutazioni sull'assetto economico-globale ma il modo in cui sono organizzate non risulta pienamente soddisfacente per il raggiungimento della finalità indicata. Ciò conduce alla necessità di rielaborare le informazioni attraverso alcuni interventi riconducibili alle tre tecniche precedentemente citate (par. 1.1.):

- a) riorganizzazione, secondo criteri specifici, dei valori contenuti nelle tavole di sintesi (riclassificazione);
- b) comparazione, per rapporto o per differenza, dei valori o degli aggregati ottenuti con la riclassificazione (indici di bilancio);
- c) lettura finanziaria e monetaria dei fenomeni aziendali avvenuti nel periodo (stato patrimoniale riclassificato, analisi dei flussi e rendiconto finanziario).

In sostanza, attraverso l'analisi di bilancio, è possibile rispondere ad alcune semplici domande, tra cui: qual è la situazione economica globale dell'azienda e la sua evoluzione? Quali sono i fenomeni causali? Quali sono le gestioni/aree su cui è necessario concentrare l'attenzione? I problemi emersi sono da considerarsi temporanei o duraturi?

La metodologia di analisi proposta prevede un percorso diretto a favorire il pieno apprezzamento della dinamica economica, attraverso le seguenti fasi:

1. la lettura del bilancio, intesa come momento di prima interpretazione;
2. la riclassificazione delle tavole di sintesi: conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario;
3. la costruzione di un sistema di indicatori;
4. l'analisi della dinamica finanziaria e monetaria;
5. la valutazione complessiva dell'azienda.

La quarta fase potrebbe essere incorporata nella terza ma si preferisce tenerla separata perché il tema del rendiconto finanziario è di particolare rilievo in quanto, seppur obbligatorio per alcune imprese, esse ancora faticano ad attribuirgli la dovuta importanza. Dall'obbligo normativo introdotto nel 2016 sono però escluse le imprese che predispongono il bilancio in forma abbreviata e le micro impre-

se: per questa ragione, chi analizza il bilancio, si potrebbe trovare nella condizione di doverlo costruire¹¹ perché non disponibile. Inoltre, dovrebbe essere pacifico che la tavola vada predisposta secondo le indicazioni del principio contabile nazionale, l'OIC n. 10: tuttavia, alcune realtà potrebbero discostarsi da tale schema. Infatti, mentre la struttura e la forma del conto economico e dello stato patrimoniale sono regolamentate direttamente dal codice civile, per il rendiconto (art. 2425-ter) si trova solo una sintetica descrizione del contenuto.

Le fasi sopra schematicamente richiamate sono da ritenersi necessarie per qualsivoglia analista: tuttavia, è essenziale ricordare che le finalità perseguite da ciascuno sono parzialmente differenti. Ciò si riflette nella necessità di definire scelte concrete di svolgimento di ciascuna fase, soprattutto in termini di grado di analiticità, anche se si ribadisce che lo schema concettuale di riferimento non subisce variazioni. A fini esemplificativi, quando l'analisi è effettuata in un ambito di affidamento bancario o di valutazione di un concorrente, difforni saranno i criteri seguiti per interpretare le tavole di sintesi e gli indici utilizzati.

Inoltre, nella scelta concreta della metodologia, assume rilevanza il contesto di riferimento, che permette di meglio definire le caratteristiche delle imprese da esaminare e la loro comparabilità. Vi sono, infatti, alcuni elementi da considerare, che influenzano le scelte operative:

- tipologia di imprese: finanziarie/non finanziarie. La metodologia proposta nel volume è indirizzata alle realtà non finanziarie, anche se la logica di fondo è comune: all'interno delle due singole fattispecie è comunque necessario adeguare la metodologia base in funzione della specifica attività. Nell'ambito delle imprese non finanziarie si pensi alle differenze tra imprese manifatturiere, edili, di servizi, commerciali; in quelle finanziarie tra assicurazioni e banche;
- bilancio di riferimento: individuale/consolidato;
- dimensione: bilancio ordinario/abbreviato/micro imprese. La maggiore espressività dell'analisi si ha con la prima fattispecie di bilancio;
- corpus di principi: nazionali/internazionali IAS-IFRS;
- attività svolta: imprese con/senza attività regolamentata. Nel primo caso sono disponibili maggiori informazioni di natura quali-quantitativa;
- obblighi informativi: quotate/non quotate.

Nel seguito del lavoro, la metodologia proposta è finalizzata a valutare l'assetto economico globale di un'impresa, utilizzando esclusivamente le informazioni pubblicamente disponibili, cioè privilegiando le analisi esterne. L'attenzione è rivolta alle imprese non finanziarie, che predispongono il bilancio individuale in forma ordinaria, utilizzando la regolamentazione e i principi contabili italiani. È comunque evidente che la metodologia di analisi può essere applicata, con con-

¹¹ Si fa riferimento a C. TEODORI, *La costruzione del rendiconto finanziario*, cit.

tenuti adattamenti o limitazioni, anche alle imprese minori, al bilancio consolidato e alle aziende che applicano i principi internazionali¹².

In definitiva, l'articolazione dell'analisi è funzione «del “materiale” a disposizione, del soggetto che effettua l'analisi, dell'obiettivo ultimo dell'analisi¹³». Mentre la terna di elementi descritta permea la scelta dell'approccio metodologico da seguire, la tipologia di azienda sottoposta ad analisi influisce sull'adattamento specifico della metodologia di base. L'obiettivo perseguito e il soggetto che effettua l'analisi sono fondamentali per la definizione dell'approccio metodologico in quanto determinano, in modo puntuale, gli aspetti principali da osservare. Il materiale a disposizione è conseguenza diretta degli altri due elementi, in quanto può variamente configurarsi in funzione del soggetto e deve variamente configurarsi in funzione dell'obiettivo. La qualifica di analista esterno o interno è collegabile al materiale disponibile: per l'esterno, tale documentazione si identifica con il bilancio destinato a pubblicazione più un insieme, di ampiezza variabile, di altre informazioni economico-finanziarie “pubbliche”; per l'interno sono anche disponibili molteplici informazioni derivanti dai meccanismi operativi dell'impresa, come ad esempio dal sistema di programmazione e controllo.

Per la valutazione dell'assetto economico globale, esso viene scomposto, esclusivamente al fine di agevolarne l'analisi, in quattro sottosistemi, ognuno dei quali fa riferimento a una dimensione strutturale rilevante:

1. solidità;
2. redditività;
3. liquidità;
4. sviluppo¹⁴.

La finalità della suddivisione è stabilire il grado di coerenza e di equilibrio esistenti tra gli indici rappresentativi di ogni dimensione di analisi¹⁵; la fase successiva (cap. 13) consiste nell'individuazione delle relazioni esistenti tra le singole dimensioni. Si tratta, quindi, di un'analisi a due livelli, tra loro strettamente correlati ma entrambi necessari per cogliere le aree critiche e di successo che caratterizzano l'entità esaminata.

Nell'ambito delle singole dimensioni (poli) strutturali di analisi vengono pre-

¹² Sull'analisi del bilancio consolidato si veda il cap. 15; sui principi contabili internazionali il cap. 14.

¹³ C. DEVECCHI (a cura di), *Analisi di bilancio*, cit.

¹⁴ Tale proposta è originariamente in V. CODA, *La valutazione della solvibilità a breve termine*, in G. BRUNETTI-V. CODA-F. FAVOTTO, *Analisi previsioni simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, cit.

¹⁵ È assai complesso, per alcuni indici, stabilire in modo incontrovertibile la dimensione di appartenenza in quanto i fenomeni di reciproca influenza li rendono riconducibili a più di una. Tuttavia, dato il legame sistemico degli indici, tale attribuzione non risulta elemento fondamentale e, in non pochi casi, deriva da prassi consolidate. Nella parte terza del volume saranno approfonditi questi aspetti.

sentati indici di primo e di secondo livello: ciò ne incrementa in modo ragguardevole la numerosità. Gli indici di primo livello identificano gli elementi base del sistema, che possono essere approfonditi con gli indici di secondo livello: pertanto, questi ultimi vengono presentati ma non sempre è necessario utilizzarli.

1.3. Gli indicatori alternativi di performance

L'analisi di bilancio fornisce degli indicatori alternativi di performance¹⁶, cioè che non trovano regolamentazione specifica da parte degli *standard setter*¹⁷. Un indicatore alternativo di performance si differenzia, quindi, da un indicatore convenzionale in quanto questi ultimi sono previsti dagli schemi di bilancio e dai principi contabili.

Un indicatore alternativo di performance è qualsiasi indicatore predisposto dall'impresa o dal gruppo per meglio rappresentare la situazione economica complessiva: risultati parziali o intermedi (all'interno dei quali vi sono i valori *adjusted*), aggregati della riclassificazione, indici di bilancio, flussi finanziari o monetari.

Gli indicatori alternativi di performance sono solitamente ricavati da bilanci preparati conformemente ai principi contabili generalmente accettati ma rappresentano un'elaborazione di valori che, come tale, non è oggetto di certificazione da parte dei revisori. Inoltre, mentre gli indicatori convenzionali presentano una modalità sostanzialmente condivisa di determinazione, in quanto definita dai principi contabili stessi, per quelli alternativi non vi è piena uniformità di comportamento, come si vedrà ampiamente nel volume.

L'ampia diffusione di indicatori non-GAAP è indiscussa e assume una forte importanza in termini di trasparenza informativa, con un chiaro impatto sull'efficienza del mercato. Per questo motivo, la regolamentazione di questi parametri, seppur limitata, è riconducibile agli organi di controllo di Borsa, sia internazionali (ESMA¹⁸) sia nazionali (CONSOB): l'attenzione di questi organismi è naturalmente collegata agli indicatori contenuti nei bilanci o nei documenti delle imprese con rilevanza esterna¹⁹.

¹⁶ Nella realtà si utilizzano più denominazioni per identificare tali indicatori: a titolo esemplificativo, non-IFRS (GAAP) indicators, Management Performance Measures (MPMs), Alternative Performance Measures (APMs).

¹⁷ È in atto, da parte dello IASB, un primo tentativo di regolamentare alcuni risultati intermedi. Per approfondimenti si veda il par. 14.4 e il seguito del paragrafo.

¹⁸ ESMA, *Guidelines on Alternative Performance Measures*, 30 June 2015 (ESMA//2015/1057). In italiano è disponibile il documento "*Orientamenti. Indicatori alternativi di performance*" (05/10/2015, ESMA//2015/1415it). A seguito della pandemia, è stato reso disponibile un nuovo documento "*Questions and answers*" dell'aprile 2022 (ESMA32-51-370), che segue quello pubblicato (sempre Q&A) nel gennaio 2017.

¹⁹ Per approfondimenti, N. MOSCARELLO-M. PIZZO (edited by), *Reporting non-GAAP financial measures. A theoretical and empirical analysis in Europe*, Cambridge Scholars Publishing, Newcastle, 2020.

Questi indicatori sono rilevanti per migliorare la qualità dell'informativa di bilancio ma bisogna tenere conto del livello di soggettività nella loro determinazione: da un lato forniscono indicazioni aggiuntive utili per comprendere meglio la situazione economica complessiva di un'entità; dall'altro, ci sono alcune preoccupazioni sull'affidabilità di queste informazioni senza un'adeguata trasparenza.

L'obiettivo di queste brevi considerazioni non è affrontare la questione di come tali indicatori vadano inseriti e commentati nel bilancio ma di chiarire che per buona parte delle tematiche riconducibili all'analisi di bilancio non vi sono "regole" specifiche da seguire o principi che ne definiscano i confini: gli indicatori prima richiamati sono diversi in funzione di chi li calcola e rispondono a comportamenti sviluppati nella prassi, anche fondati su pubblicazioni scientifiche.

Il problema appena sopra introdotto si pone proprio per le loro caratteristiche, per le quali può essere necessaria una certa flessibilità nelle modalità di calcolo: la questione è chiedersi se è opportuno proporre elementi di standardizzazione per la loro costruzione o, al contrario, se devono essere chiare e trasparenti, cioè devono essere note, le finalità e le modalità di calcolo e, quindi, di interpretazione. In altri termini, quando questi indicatori sono inseriti nel fascicolo di bilancio, devono essere accompagnati da un ampio, articolato, comprensivo e neutrale livello di disclosure, per evitare comportamenti opportunistici e messaggi fuorvianti. Ad esempio, la denominazione è importante per identificare il contenuto e l'utilità della misura ma, allo stesso tempo, non deve trarre in inganno i destinatari: è un problema ben noto nell'analisi finanziaria dove la stessa etichetta viene utilizzata per indici diversi o lo stesso indice viene identificato con etichette diverse.

Anche la metodologia di analisi proposta nel volume è frutto di una specifica impostazione concettuale, della quale va esaminata la coerenza interna: sono certamente possibili altri approcci, anche se la finalità generale è la medesima.

Il tema, molto ampio, è così rilevante che le Management Performance Measures (MPMs), importanti per trasmettere all'esterno la visione del management sulle performance aziendali, sono oggetto di trattazione da parte dello IASB, con l'Exposure Draft (ED) *General presentation and disclosure*, brevemente ripreso. L'ED fornisce però una definizione²⁰ talmente generica da risultare poco utilizzabile, richiedendo alcuni approfondimenti. Dalla definizione appare in modo chiaro che le uniche MPMs considerate nel documento sono di natura reddituale. Inoltre, la proposta di nuovi risultati economici intermedi, contenuta sempre nell'ED, può ridurre la necessità di MPMs.

Il primo approfondimento attiene alla riconciliazione di queste misure con

²⁰ MPMs are subtotals of income and expenses that:

- are used in public communications outside financial statement;
- complement totals or subtotals specified by IFRS standards;
- communicate to users of financial statements management's view of an aspect of an entity's financial performance [para 103].

quelle richieste dallo IASB: ad esempio se si fornisse un reddito operativo *adjusted*, sarebbe necessario illustrare le modifiche e le ragioni (in genere gli *unusual items*); l'impatto fiscale, l'utilità della misura ed eventuali modificazioni nel tempo delle modalità di calcolo.

Di peculiare rilievo è la conoscenza, da parte dei destinatari del bilancio con particolare riguardo agli investitori, di come ogni MPM viene determinata, in quanto specifica della singola azienda e non sempre confrontabile con altre realtà. In relazione a questo aspetto, la comparabilità tra le entità è molto difficile da raggiungere perché dipende dalla visione del management e dagli obiettivi di comunicazione: per questo motivo è necessario spiegare questa impossibilità comparativa e divulgare maggiori informazioni in merito. Questo tema però non riguarda solo le MPMs: si è certi che i subtotali specificati dagli IFRS siano sostanzialmente confrontabili? La comparabilità è una caratteristica qualitativa fondamentale del bilancio, come rilevanza e rappresentazione fedele. Le MPMs aumentano la rilevanza perché possono influenzare le decisioni degli utilizzatori: se sono scelte e calcolate con precisione, possono anche migliorare la rappresentazione fedele. Per le loro caratteristiche non è però opportuno proporre elementi di standardizzazione per la costruzione ma devono essere chiare e trasparenti, cioè devono essere note, le finalità e le modalità di calcolo e di interpretazione.

Il secondo approfondimento riguarda la collocazione di tali misure. Esse devono trovare illustrazione nelle note al bilancio e non nel conto economico (che è l'unica tavola trattata nell'ED): va chiarito che si tratta solo delle misure che presentano un collegamento stretto con i risultati economici intermedi. Infatti, è necessario fornire la riconciliazione con il risultato (subtotale o totale) maggiormente comparabile. Nella realtà vi sono molte altre misure di performance che non trovano spazio in questa proposta: solo per citarne alcune, tutti gli indici di bilancio, gli indicatori di crescita, le variabili finanziarie (*free cash flow, net financial position*). Questa scelta riduce sensibilmente l'utilità dell'ED, perché limitare le MPMs a varianti del reddito operativo o degli altri risultati economici, di fatto equivale a ridare in qualche modo spazio e rilevanza ai componenti straordinari, anche se in forma celata. Lo stesso ED, vista la definizione fornita di MPMs, la quale richiama esclusivamente la contrapposizione tra ricavi e costi, identifica esempi di misure che non possono rientrare in questa fattispecie, perché non reddituali. In particolare (para. B80):

«(a) *individual items or subtotals of only income or expenses (for example, adjusted revenue as a stand-alone measure)*;

(b) *assets, liabilities, equity or combinations of these elements*;

(c) *financial ratios (for example, return on assets)*;

(d) *measures of growth*;

(e) *measures of liquidity or cash flows (for example, free cash flow)*; or

(f) *non-financial performance measures*».

È opportuno specificare che gli esempi sopra riportati rientrano invece a tutti gli effetti negli indicatori alternativi di performance, anche se non trovano spazio in questo documento.

La scelta di collocazione nelle note ha il vantaggio di definire una sezione specifica in cui vengono inserite tutte le informazioni relative alle MPMs, facilitandone l'identificazione e riducendo il rischio di confusione con le misure IFRS, superando quindi la potenziale questione della legittimazione. Le MPMs e le misure IFRS non sono informazioni opposte ma complementari: la linea guida deve essere quindi l'utilità e non la legittimazione. Certamente la collocazione nella tavola o la presentazione insieme a questa avrebbe aumentato la fruibilità e l'utilità, riducendo però la capacità di distinguere tra misure IFRS e non IFRS.

1.4. Il bilancio come strumento di soddisfacimento dei fabbisogni informativi dei differenti destinatari e utilizzatori

Il bilancio di esercizio destinato a pubblicazione è finalizzato, oltre a rispettare un obbligo di legge, a soddisfare il fabbisogno informativo di una molteplicità di interlocutori (stakeholder), prevalentemente esterni all'azienda. Genericamente essi si identificano con i conferenti di capitale-risparmio, i manager, i conferenti di capitale di prestito, gli investitori istituzionali, gli analisti finanziari, i dipendenti e le organizzazioni sindacali, i concorrenti, i fornitori, i clienti, i revisori, le agenzie di *rating*, l'amministrazione finanziaria, l'amministrazione pubblica, gli organi giudiziari, i ricercatori, gli utilizzatori "intermedi" o a fini statistici, la stampa economica, i consumatori e l'opinione pubblica: non per tutti questi interlocutori il bilancio di esercizio ha la medesima importanza e, in alcuni casi, deve essere opportunamente integrato da altre informazioni quali-quantitative. Ai destinatari citati se ne possono aggiungere altri, direttamente connessi alla tipologia di attività svolta dall'impresa (ad esempio, alcuni organi di vigilanza). Tale molteplicità di soggetti, con caratteristiche e interessi anche divergenti, è causa della necessità di adeguamento della metodologia generale di analisi agli scopi conoscitivi specifici perseguiti. Per ciascuno di essi si formuleranno delle brevi osservazioni.

Conferenti di capitale risparmio. Il bilancio esplica la propria finalità informativa soprattutto laddove esistono soci di minoranza: infatti, per questi ultimi, rappresenta uno strumento per la concreta valutazione del ritorno sull'investimento effettuato. Ciò non significa che i soci di maggioranza non traggano informazioni confacenti sull'andamento economico dell'impresa ma le medesime informazioni possono essere ottenute con strumenti differenti. Dal punto di vista di questi ultimi soggetti, i bilanci destinati a pubblicazione sono predisposti con la finalità di *far conoscere* (all'esterno) piuttosto che *di conoscere*.

Manager e azionisti delle piccole e medie imprese. Come già evidenziato al punto precedente, anche per i manager e gli azionisti delle piccole e medie im-

prese le conoscenze sull'andamento economico complessivo sono ottenibili attraverso i tipici strumenti del controllo di gestione (*management accounting*), caratterizzati da una maggiore analiticità e prontezza rispetto al bilancio destinato a pubblicazione. Tuttavia, l'analisi di bilancio permette di comprendere come soggetti esterni (ad esempio i concorrenti e i finanziatori) vedono l'impresa: inoltre, in non poche realtà, il bilancio rappresenta l'unico strumento di consuntivazione.

Conferenti capitale di prestito. Per questi destinatari il bilancio è documento fondamentale a fini conoscitivi ma non unico: infatti, nel processo di affidamento, altri elementi assurgono a rilevanza. I finanziatori concentrano la loro attenzione sul grado di solvibilità (a breve o a medio lungo) dell'impresa in funzione della tipologia e della durata del prestito concesso: risulta evidente che all'allungarsi di quest'ultima, l'analisi diventi più approfondita. Nell'ambito della categoria dei conferenti capitale di prestito rientrano le banche, le società di leasing, le società di factoring. A questa categoria si possono ricondurre anche soggetti cui fanno capo le forme di finanziamento alternative al debito bancario (mini-bond, cambiali finanziarie, fondi di debito, altri strumenti di debito ibridi), su cui l'interesse è crescente anche se la diffusione è limitata. Infine, va segnalato che per i finanziatori (ma non solo per loro) fondamentale risulta l'analisi prospettica, indirizzata a definire l'economicità futura e, in particolare, l'esistenza dell'equilibrio monetario.

Investitori istituzionali. In merito a tali soggetti (ad esempio, *private equity*, *venture capital*) va rilevato che il bilancio, pur assumendo rilevanza non trascurabile, è solamente uno degli strumenti della globale comunicazione economica: esso, in genere, viene utilizzato per formulare un giudizio di prima approssimazione sia sulla situazione economica sia sulla qualità dell'informativa contabile.

Analisti finanziari. Esistono differenti tipologie, ad esempio *equity* o *credit* e il loro utilizzo dell'analisi di bilancio, in funzione dell'attività svolta, si avvicina a quella dei finanziatori o degli investitori.

Dipendenti e organizzazioni sindacali. Il bilancio assume particolare rilievo nei casi in cui esistano politiche di remunerazione collegate ai risultati economici ottenuti. A tale proposito vi sono indicatori importanti da monitorare, quali il valore aggiunto e il margine operativo lordo. Inoltre, dalla lettura del bilancio è possibile effettuare alcune considerazioni sulle politiche attuali e future di crescita e di consolidamento dell'impresa o del gruppo, oltre che sulla sostenibilità di incrementi salariali e piani pensionistici.

Concorrenti. L'indagine sui bilanci dei concorrenti è una delle finalità prevalenti per cui si effettua l'analisi: è importante conoscere il posizionamento relativo, la sua evoluzione, le politiche attuate dai principali competitor, i loro punti