

ANALISI DI BILANCIO

1. Analisi di Bilancio

1.1. *La riclassificazione dei prospetti di bilancio: lo Stato Patrimoniale*

I dati di Stato Patrimoniale sono stati riclassificati con l'obiettivo di sottoporli ad una rilettura in chiave finanziaria, che si rende necessaria per procedere successivamente all'analisi per indici¹.

Il bilancio d'esercizio di un'impresa può essere riclassificato con diversi criteri. In particolare, si può distinguere tra la riclassificazione:

- finanziaria: che consiste nel riallocare le attività e le passività in relazione alla loro attitudine a procurare fonti o a richiedere mezzi finanziari.
- funzionale: si fonda sul concetto che la solvibilità dell'impresa si regge sulla propria capacità di generare le risorse necessarie e sufficienti, per quantità, qualità e tempo, a far fronte ai propri fabbisogni finanziari, individuando il capitale circolante operativo al netto dell'indebitamento funzionale.

Nella ricerca in oggetto il criterio di riclassificazione utilizzato è il criterio finanziario:

- *l'attivo di Stato Patrimoniale* viene riclassificato secondo il grado di liquidità, cioè l'attitudine dei singoli investimenti a rientrare in forma liquida;
- *il passivo di Stato Patrimoniale* viene riclassificato secondo il criterio della durata, cioè il tempo che intercorre tra l'acquisizione del capitale ed il suo rimborso.

In seguito al processo di riclassificazione, *l'attivo di Stato Patrimoniale* viene ridenominato come "capitale investito" e viene quindi normalmente distinto in:

- capitale immobilizzato, ovvero investimenti in essere la cui trasformabilità in forma liquida è a ciclo pluriennale; il capitale immobilizzato è costituito da:
 - o immobilizzazioni immateriali;
 - o immobilizzazioni materiali;
 - o immobilizzazioni finanziarie (includono tutti le attività finanziarie che scadono oltre i 12 mesi);
- capitale circolante, costituito sia dalle scorte liquide sia dagli investimenti la cui trasformabilità in forma liquida è a ciclo annuale. Il capitale circolante è costituito da:
 - o rimanenze di magazzino;
 - o liquidità differite (costituite dai crediti e dalle attività finanziarie che scadono entro 12 mesi);
 - o liquidità immediate (costituite dalle liquidità di cassa o banca e da tutti gli investimenti prontamente liquidabili).

¹ Per approfondimenti si rimanda al testo G. FERRERO, F. DEZZANI, P. PISONI, L. PUDDU "LE ANALISI DI BILANCIO – INDICI E FLUSSI", 2003, GIUFFRÈ EDITORE, MILANO

Nella Figura 1 seguente si rappresenta la composizione dell'attivo riclassificato secondo il criterio finanziario.

FIGURA 1. SCHEMA DI STATO PATRIMONIALE: L'ATTIVO RICLASSIFICATO

<i>CAPITALE IMMOBILIZZATO</i>	
Immobilizzazioni Immateriali
Immobilizzazioni Materiali
Immobilizzazioni Finanziarie
<i>Totale Capitale Immobilizzato</i>	<u>.....</u>
<i>CAPITALE CIRCOLANTE</i>	
Rimanenze
Liquidità differite
Liquidità immediate
<i>Totale Capitale Circolante</i>	<u>.....</u>
<i>Totale Capitale Investito (K)</i>	<u>.....</u>

A seguito della riclassificazione del bilancio il *passivo di Stato Patrimoniale* viene ridenominato come capitale acquisito e individua l'insieme delle fonti di finanziamento a disposizione dell'impresa.

La riclassificazione finanziaria del capitale acquisito può essere rivolta a distinguere le fonti di finanziamento secondo il criterio dell'esigibilità (o durata) o della provenienza.

Secondo il criterio dell'esigibilità, il capitale acquisito viene quindi normalmente distinto in:

- capitale permanente, cioè fonti di finanziamento la cui scadenza è oltre l'esercizio e sono pertanto destinate a permanere nell'impresa per un lungo periodo (costituito da Patrimonio netto e Passività consolidate);
- capitale corrente, cioè fonti di finanziamento che dovranno essere rimborsate entro l'esercizio successivo (costituito dalle Passività correnti).

Secondo il criterio delle provenienze, il capitale acquisito viene distinto in:

- capitale proprio, ovvero il patrimonio netto dell'impresa, costituito dal capitale sociale, dalle riserve e dal reddito netto per la parte che non verrà distribuita nell'esercizio successivo (costituito dal Patrimonio Netto);
- capitale di terzi, ovvero tutte le fonti di finanziamento che non sono di proprietà dell'impresa e pertanto dovranno essere prima o poi restituite ai creditori (costituito dalla somma delle Passività consolidate e delle Passività correnti).

Lo Stato Patrimoniale passivo viene quindi riclassificato nelle seguenti voci (che opportunamente aggregate consentono di ottenere la classificazioni sopra riportate):

- Patrimonio netto: costituito dalla somma del capitale sociale (al netto di eventuali crediti verso soci), delle riserve e del risultato d'esercizio;
- Passività consolidate: costituite dalla somma di tutte la passività (Fondi rischi ed oneri, TFR, Debiti, Ratei e Risconti) che scadono oltre i 12 mesi;
- Passività correnti: costituite dalla somma di tutte la passività (Fondi rischi ed oneri, TFR, Debiti, Ratei e Risconti) che scadono entro i 12 mesi.

Si riporta di seguito un possibile schema dello Stato Patrimoniale passivo riclassificato.

FIGURA 2. SCHEMA DI STATO PATRIMONIALE: IL PASSIVO RICLASSIFICATO

<i>PATRIMONIO NETTO</i>
<i>PASSIVITA' CONSOLIDATE</i>
<i>Capitale permanente</i>	=====
<i>PASSIVITA' CORRENTI</i>
<i>Totale capitale acquisito (K)</i>	=====

Sulla base dei criteri così individuati si può costruire lo Stato Patrimoniale finanziario, documento base per le analisi patrimoniali e finanziarie, che può essere schematizzato nella tavola seguente.

FIGURA 3. SCHEMA DI STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO CON CRITERI FINANZIARI.

IMPIEGHI		FONTI		
Immobilizzazioni [I]	↑ Immateriali	Patrimonio netto [N]	↑ Capitale permanente [P]	Capitale proprio [N]
	Materiali			
	↓ Finanziarie	Passività consolidate [II]	Capitale corrente	Capitale di terzi [T]
Attivo circolante [C]	↑ Magazzino	Passività correnti [p]		
	Liquidità differite [L _d]			
	↓ Liquidità immediate [L _i]			
CAPITALE INVESTITO		CAPITALE ACQUISITO		

1.2. La riclassificazione dei prospetti di bilancio: il Conto Economico

La riclassificazione del conto economico ha l'obiettivo di ottenere una struttura che metta in evidenza i risultati intermedi e gli aggregati economici utili a comprendere la progressiva formazione del risultato d'esercizio.

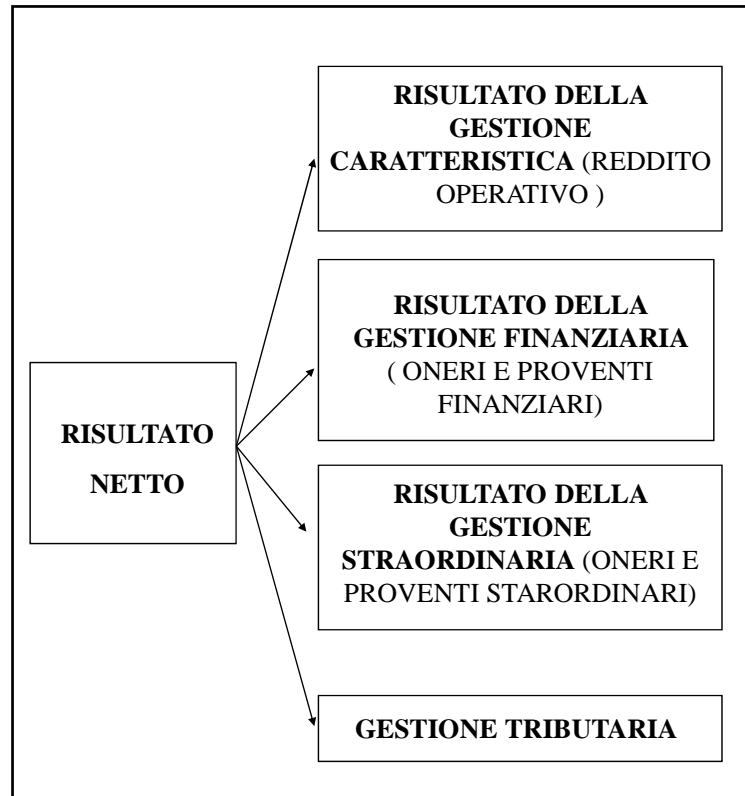
A questo proposito, l'analista deve disporre non soltanto del reddito d'esercizio nel suo valore finale, ma anche dei risultati prodotti dalle diverse «aree» in cui è possibile suddividere la gestione dell'impresa. Le diverse aree del conto economico sono:

- «caratteristica» o «tipica» che corrisponde alle operazioni volte a realizzare direttamente gli obiettivi della gestione legati all'oggetto caratteristico dell'attività economica svolta dall'impresa (se l'impresa ha come oggetto la produzione di beni vengono inseriti nell'area caratteristica i ricavi ed i costi conseguiti/sostenuti per la produzione di beni)
- l'area «finanziaria», cioè il complesso delle operazioni di esercizio legate alle politiche di finanziamento e di gestione della liquidità;

- l'area «straordinaria», derivanti da operazioni legate o all'attività tipica o all'attività atipica o quella finanziaria o a quella tributaria che, data la loro non ricorrenza o il loro carattere eccezionale, devono essere «isolate» dalle altre aree della gestione;
- l'area «tributaria», relativa agli oneri tributari dell'impresa (IRPEG, IRAP, ecc.).

I risultati delle singole aree vengono presentate nella tavola seguente.

FIGURA 4. *SCOMPOSIZIONE DEL RISULTATO NETTO NELLE VARIE AREE*



Ai fini della presente ricerca il conto economico è stato riclassificato mettendo in evidenza il valore della produzione effettuata con individuazione del «valore aggiunto». Tale riclassificazione presenta i costi classificati per natura ed espone il valore della produzione effettuata.

Oltre a consentire l'individuazione dei risultati collegati alle diverse aree di gestione (sopra esposti), tale struttura consente di mettere in evidenza i seguenti risultati intermedi rappresentati nella Figura 5.

FIGURA 5. SCHEMA DI CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO

	VALORE DELLA PRODUZIONE
(-)	Costi esterni
	VALORE AGGIUNTO
(-)	Costi per il personale
	MARGINE OPERATIVO LORDO
(-)	Ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti
	REDDITO OPERATIVO
(±)	Risultato gestione finanziaria (R_f)
(±)	Risultato gestione straordinaria (R_s)
	RISULTATO ANTE IMPOSTE
(±)	Risultato gestione tributaria
	RISULTATO D'ESERCIZIO (R_n)

Il «Valore aggiunto» è il primo risultato intermedio ed esprime la capacità generale dell'impresa di valorizzare, con il proprio processo produttivo, i beni ed i servizi acquistati da terze economie.

Il «Margine operativo lordo» esprime il risultato della gestione caratteristica al lordo degli ammortamenti, degli accantonamenti e delle svalutazioni dell'esercizio. Esprime la capacità dell'impresa di generare un reddito con cui coprire i costi fissi (ammortamenti). Il margine operativo lordo è un risultato intermedio influenzato dai costi del personale che variano anche in base al settore di attività dell'impresa (es.: impresa di servizi).

Il «Reddito operativo» esprime il reddito prodotto dalla gestione operativa (tipica) dell'impresa.

Il «Reddito ante imposte» indica il risultato dell'impresa al lordo della sola gestione tributaria ed infine il «Reddito netto» indica la capacità complessiva dell'impresa di produrre ricchezza attraverso le diverse aree di gestione.

1.3. *L'analisi di bilancio: la struttura finanziaria*

Lo Stato Patrimoniale riclassificato consente di svolgere un'analisi sulla struttura finanziaria dell'impresa, mediante il calcolo degli indici di composizione degli impieghi e delle fonti.

L'analisi della struttura finanziaria tende ad evidenziare:

- 1) *il grado di elasticità degli investimenti;*
- 2) *il grado di elasticità dei finanziamenti.*

1) Elasticità degli investimenti.

L'elasticità degli investimenti analizza il capitale investito valutando:

- il «peso» dell'attivo immobilizzato;
- il «peso» dell'attivo circolante.

I due indici di composizione segnalano la rigidità o l'elasticità del capitale investito. Il grado di elasticità della struttura degli investimenti è un indicatore della capacità dell'impresa di adattarsi in tempi rapidi alle variazioni del mercato.

Il grado di elasticità/rigidità è solo in parte controllato dall'impresa, in quanto la struttura finanziaria degli investimenti è collegata al settore di attività. In tal senso l'analisi della struttura finanziaria degli investimenti consente di individuare il settore di attività o, se già noto, di verificare la coerenza tra la struttura degli investimenti e l'attività operativa dell'impresa.

2) *Elasticità dei finanziamenti.*

L'elasticità dei finanziamenti analizza il capitale acquisito, valutando:

- il "peso" del patrimonio netto;
- il "peso" delle passività consolidate;
- il "peso" delle passività correnti.

L'analisi del capitale acquisito può essere ulteriormente approfondita mediante la valutazione delle categorie aggregate delle fonti, esaminate in base alla loro esigibilità o alla loro origine, analizzando quindi:

- il "peso" del capitale permanente (cioè la somma tra il patrimonio netto e le passività consolidate) confrontato con il "peso" delle passività correnti;
- il "peso" del capitale di terzi (somma tra le passività consolidate e le passività correnti) confrontato con il "peso" del patrimonio netto.

L'analisi della struttura delle fonti è quindi finalizzata da un lato ad individuare la relazione tra capitale proprio e capitale di terzi e dall'altro costituisce una fase preliminare per l'analisi della situazione finanziaria che andrà a porre in relazione la durata delle fonti con la durata degli investimenti.

1.4. *L'analisi di bilancio: la solidità patrimoniale.*

L'analisi sulla struttura patrimoniale rileva la solidità patrimoniale attraverso i due aspetti seguenti:

- 1) *indipendenza finanziaria;*
- 2) *patrimonio netto tangibile;*
- 3) *indice di solidità del capitale sociale.*

1) *Indipendenza finanziaria*

E' un indicatore che analizza il "peso" del capitale proprio (o patrimonio netto) sul capitale acquisito totale.

Tale indice risulta:

$$\text{INDIPENDENZA FINANZIARIA} = \text{CAPITALE PROPRIO} / \text{CAPITALE ACQUISITO TOTALE}$$

Questo indice fornisce indicazioni sulla solidità dell'impresa sul versante patrimoniale, in quanto evidenzia in quale misura il totale dei mezzi investiti nell'impresa è stato finanziato con il patrimonio netto, cioè con il capitale a pieno rischio.

Si parla di "indipendenza finanziaria" perché un basso indice segnala un elevato indebitamento, che comporta un maggior condizionamento esterno ed una potenziale limitazione della libertà di amministrazione dell'impresa.

2) *Patrimonio netto tangibile*

Il patrimonio netto tangibile è dato dal confronto tra il patrimonio netto e le immobilizzazioni immateriali, attraverso la seguente relazione:

$$\text{PATRIMONIO NETTO TANGIBILE} = \text{PATRIMONIO NETTO} - \text{IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI.}$$

Il patrimonio netto tangibile è quindi un valore assoluto che indica quanto patrimonio netto sia disponibile per finanziare gli investimenti tangibili, quali ad esempio le immobilizzazioni

materiali e finanziarie. La necessità di effettuare tale confronto, deriva dalle caratteristiche delle immobilizzazioni immateriali. Le immobilizzazioni immateriali sono infatti caratterizzate da un elevato grado di soggettività nel processo di valutazione. Risulta quindi evidente che le immobilizzazioni immateriali possono essere considerate una voce critica del bilancio, intendendo con ciò che si tratta di una voce per la quale il valore esposto in bilancio è meno “certo”. Il patrimonio netto tangibile indica quindi qual è l’ammontare di patrimonio netto che residua dopo aver coperto le immobilizzazioni immateriali.

L’analisi del patrimonio netto tangibile viene generalmente completata ricalcolando l’indice di indipendenza finanziaria e ponendo a numeratore il patrimonio netto tangibile e a denominatore il capitale investito al netto delle immobilizzazioni immateriali.

3) *Indice di solidità del capitale sociale*

L’indice di solidità del capitale sociale pone in relazione il patrimonio netto con il capitale sociale:

$\text{PATRIMONIO NETTO} / \text{CAPITALE SOCIALE}$

L’indice di solidità del capitale sociale indica di quante volte il patrimonio netto è più grande del capitale sociale ed esprime quindi quanto il patrimonio netto si è accresciuto nel corso degli esercizi. L’indicatore può essere utilizzato per analizzare sinteticamente i risultati passati dell’impresa e verificare quindi se è stata in grado di accrescere il patrimonio netto (attraverso il reinvestimento degli utili conseguiti) o se invece non c’è stata una significativa crescita del patrimonio netto.

1.5. *L’analisi di bilancio: la situazione finanziaria*

La situazione finanziaria dell’impresa, con riferimento ad un dato periodo di tempo ed alle corrispondenti necessità finanziarie (monetarie) della gestione, viene intesa in due modi differenti:

- come attitudine a fronteggiare le uscite derivanti dallo svolgimento della gestione in modo tempestivo ed economico;
- come capacità di disporre, economicamente ed in ogni istante, dei mezzi di pagamento necessari per far fronte alla passività generate dalla gestione stessa.

In un’impresa in funzionamento la situazione finanziaria è sempre riferita ad un periodo futuro ed è osservata come relazione tra le disponibilità monetario-finanziarie su cui l’impresa potrà fare affidamento e quelle che le saranno richieste dall’economico svolgimento della gestione nel periodo futuro preso in esame.

L’esame della situazione finanziaria, quindi, comporta un giudizio sulle relazioni tra i finanziamenti e gli impieghi di mezzi finanziari mediante il calcolo:

- dei *margini finanziari*;
- dei *quozienti finanziari*.

La finalità delle analisi effettuate attraverso gli indici (quozienti) ed i margini di situazione finanziaria è il confronto tra gli impieghi e le fonti al fine di determinare situazioni di equilibrio o di squilibrio finanziario in termini di durata delle fonti e degli impieghi.

Tale analisi si riferisce al breve e al lungo periodo, ed in particolare nel breve termine si propone di valutare la capacità o l’incapacità di far fronte prontamente ed economicamente ai pagamenti in scadenza, mentre nel lungo si propone di valutare la coerenza o l’incoerenza tra investimenti a lento ciclo di realizzo (quali ad esempio, i fabbricati, gli impianti, ecc.) e modalità di finanziamento.

I margini finanziari sono:

- 1) *il margine di tesoreria*, cioè la differenza tra le liquidità, immediate e differite, e le passività correnti, vale a dire:

$$\text{MARGINE DI TESORERIA} = \text{LIQUIDITÀ IMMEDIATE} + \text{LIQUIDITÀ DIFFERITE} - \text{PASSIVITÀ CORRENTI}$$

- 2) *il margine di struttura*, cioè la differenza tra il patrimonio netto e le immobilizzazioni:

$$\text{MARGINE DI STRUTTURA} = \text{PATRIMONIO NETTO} - \text{IMMOBILIZZAZIONI}$$

- 3) *il capitale circolante netto*, il quale può essere determinato in due modi:

- a) come differenza tra l'attivo circolante e le passività correnti, vale a dire:

$$\text{CIRCOLANTE NETTO} = \text{ATTIVO CIRCOLANTE} - \text{PASSIVITÀ CORRENTI}$$

- b) come differenza tra il capitale permanente e le immobilizzazioni.

$$\text{CAPITALE CIRCOLANTE NETTO} = \text{CAPITALE PERMANENTE} - \text{IMMOBILIZZAZIONI}$$

Le informazioni fornite dall'analisi dei margini sono completate dall'analisi dei *quozienti*, vale a dire:

- *l'indice di liquidità*, cioè il correlato rapporto tra le liquidità (immediate e differite) e le passività;

$$\text{INDICE DI LIQUIDITÀ} = (\text{LIQUIDITÀ IMMEDIATE} + \text{LIQUIDITÀ DIFFERITE}) / \text{PASSIVITÀ CORRENTI}$$

- *l'indice di autocopertura del capitale fisso*, cioè il rapporto tra patrimonio netto e attivo immobilizzato.

$$\text{INDICE DI AUTOCOPERTURA CAPITALE FISSO} = \text{PATRIMONIO NETTO} / \text{IMMOBILIZZAZIONI}$$

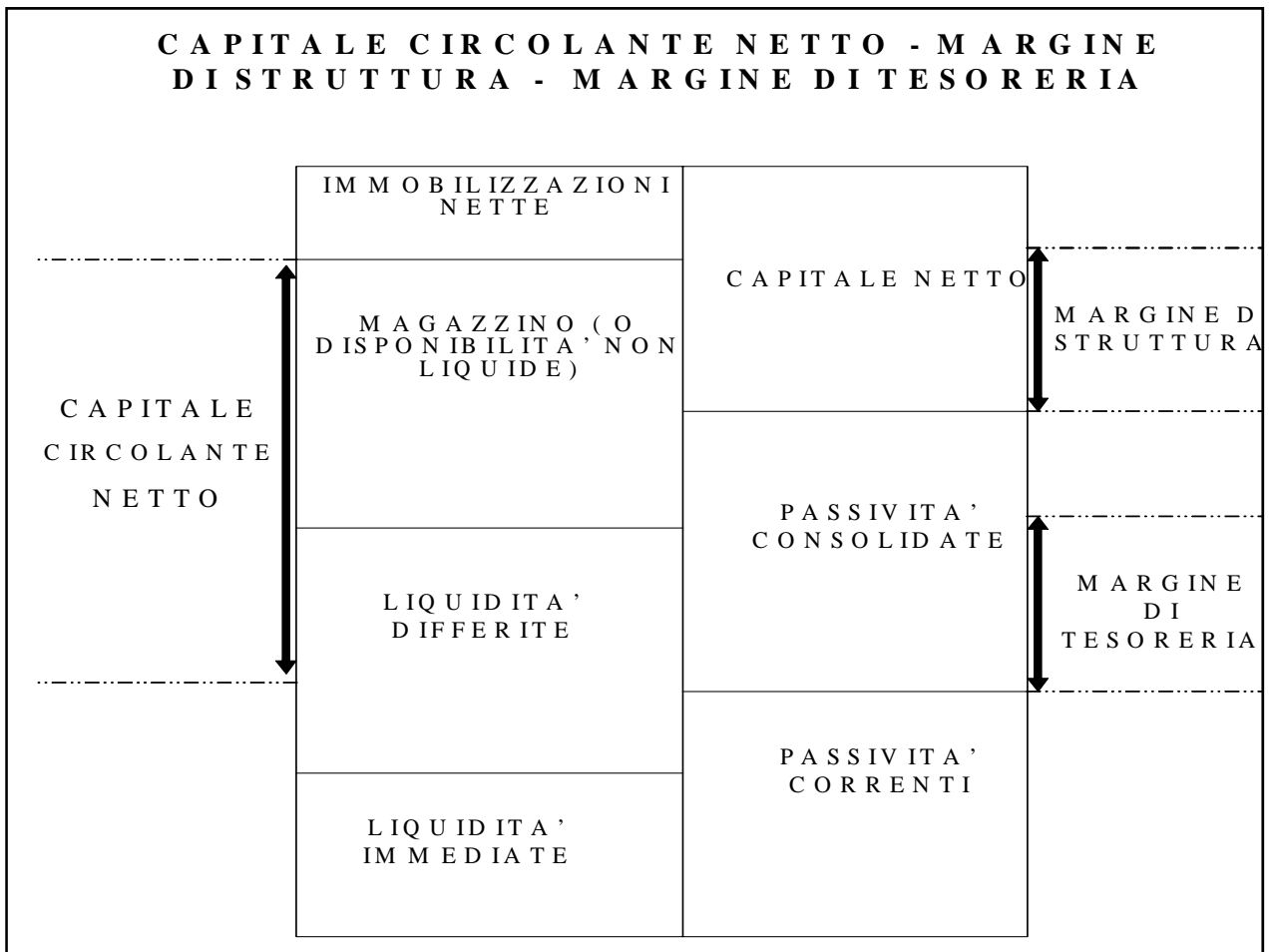
- *l'indice di disponibilità*, ossia il rapporto tra attivo circolante e passività correnti;

$$\text{INDICE DI DISPONIBILITÀ} = \text{ATTIVO CIRCOLANTE} / \text{PASSIVITÀ CORRENTI}$$

- *l'indice di copertura*, ossia il rapporto tra il capitale permanente ed il capitale immobilizzato.

$$\text{INDICE DI COPERTURA} = \text{CAPITALE PERMANENTE} / \text{IMMOBILIZZAZIONI}$$

FIGURA 6. IL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO, IL MARGINE DI STRUTTURA ED IL MARGINE DI TESORERIA



1. Il margine di tesoreria e l'indice di liquidità.

Il margine di tesoreria e il collegato indice di liquidità esprimono l'attitudine dell'impresa a soddisfare gli impegni finanziari di breve periodo, valutando quindi la capacità dell'impresa di far fronte prontamente ed economicamente ai pagamenti in scadenza mediante le liquidità immediate e quelle differite.

Mentre il margine di tesoreria espone dei valori assoluti, il collegato indice di liquidità è un rapporto che permette il confronto tra realtà ed imprese diverse.

Il valore standard dell'indice di liquidità è pari ad 1, cioè il valore per il quale la somma delle liquidità immediate e differite è pari alle passività correnti. Un valore inferiore ad 1 non necessariamente indica possibili tensioni finanziarie nel breve periodo.

2. Il capitale circolante netto di breve periodo e l'indice di disponibilità.

Il capitale circolante netto e l'indice di disponibilità permettono di capire da un lato la capacità (o l'incapacità) di far fronte agli impegni finanziari di breve periodo con le risorse della gestione corrente, e dall'altro l'equilibrio (o lo squilibrio) tra gli investimenti in immobilizzazioni e il capitale permanente.

L'indice di disponibilità si calcola come il rapporto tra l'attivo circolante e le passività correnti.

L'indice di disponibilità deve assumere valore pari o maggiore di 1, in quanto, in caso contrario, evidenzia il rischio di tensioni finanziarie nel breve periodo (in tal senso il calcolo del capitale circolante netto permette di verificare l'entità dello squilibrio). Nell'analisi dell'indice di disponibilità è necessario verificare il grado di liquidità del magazzino e il reale valore di realizzo al fine di determinare l'effettivo grado di copertura delle passività correnti.

3. Il margine di struttura e l'indice di autocopertura del capitale fisso.

L'indice di autocopertura del capitale fisso confronta il patrimonio netto con l'attivo immobilizzato, vale a dire gli stessi valori utilizzati per il calcolo del margine di struttura.

Il valore standard di riferimento dell'indice di autocopertura del capitale fisso dovrebbe essere pari ad 1, ma nella prassi la copertura del capitale fisso può anche avvenire con il contributo delle passività consolidate.

4. Il capitale circolante netto di lungo periodo e l'indice di copertura.

L'indice di copertura, che rapporta il capitale permanente al capitale fisso (immobilizzazioni), non dovrebbe essere mai inferiore ad 1: in tal caso si dovrebbe quindi ricorrere alle passività correnti per finanziarie il capitale immobilizzato con evidenti squilibri tra la durata degli impieghi e delle fonti. Il capitale circolante di lungo periodo, se positivo, indica l'ammontare di capitale permanente che rimane disponibile per finanziare il capitale circolante dotato di minor grado di liquidità (tipicamente il magazzino).

1.6. L'analisi di bilancio: la redditività

Le analisi di bilancio valutano, sotto il profilo economico, la redditività della gestione nelle sue relazioni con la capacità remunerativa del flusso di ricavi.

Sotto questo profilo il flusso di ricavi di competenza dell'esercizio rappresenta il mezzo di copertura del flusso di costi ed oneri di varia specie ad esso contrapponibili per competenza.

Il "surplus" che eventualmente ne risulta, vale a dire il risultato positivo dell'esercizio, costituisce la fonte di remunerazione, sia immediata che differita, del capitale di pieno rischio (o patrimonio netto).

Ne segue che l'eventuale quota residua di reddito accantonabile a riserva assume un ruolo di "fattore di stabilizzazione" della capacità remunerativa dei ricavi d'esercizio e rappresenta il manifestarsi della condizione di "durevole permanere" dell'impresa come fonte di reddito.

Ai fini dell'analisi economica, tuttavia, non è sufficiente constatare se il reddito netto dell'esercizio è positivo o meno e se è sufficientemente capiente come base remunerativa del capitale proprio. E' infatti necessario anche analizzare il contributo delle diverse gestioni (quali la gestione ordinaria, finanziaria, straordinaria) alla formazione del reddito finale.

Emerge così la necessità di indagare sulla modalità di formazione del "risultato operativo" e sulle molteplici relazioni che possono sussistere tra questo risultato e quello netto.

Dal momento che la redditività operativa è espressione dell'equilibrio economico dell'attività tipica (operativa) dell'impresa, l'analisi delle redditività globale dell'impresa deve essere sempre integrata dall'analisi della redditività operativa e del contributo delle altre aree di gestione.

Di seguito verranno quindi analizzate:

- a. la redditività operativa, attraverso il R.O.I.;
- b. la redditività globale, attraverso il R.O.E.

a. L'analisi della redditività operativa: il R.O.I.

La redditività operativa, in quanto attitudine dell'impresa a rendere congruamente proficui gli investimenti di capitale al servizio della gestione caratteristica, trova la sua sintesi nel rapporto tra il reddito operativo del periodo considerato ed il corrispondente capitale investito mediamente riferibile al medesimo periodo.

Tale rapporto prende il nome di R.O.I. (Return On Investment):

$$ROI = \text{REDDITO OPERATIVO} / \text{CAPITALE INVESTITO OPERATIVO}$$

Il ROI è il fondamentale quoziente reddituale, che esprime il tasso di redditività del capitale investito nella gestione caratteristica e consente di giudicare l'efficienza degli organi di

governo dell'impresa, tenuti a rendere conto dell'amministrazione di un capitale impiegato nella gestione caratteristica, a prescindere dalle fonti di finanziamento della gestione medesima.

Il ROI, inoltre, assume un ruolo di primo piano nelle relazioni che si istituiscono tra la redditività del capitale proprio, da un lato, e l'onerosità dell'indebitamento, dall'altro.

L'indice di redditività operativa segnala la capacità dell'impresa di remunerare il capitale acquisito facendo leva sull'attività caratteristica dell'impresa stessa.

Le condizioni che determinano lo svolgimento della gestione caratteristica possono essere interne - o proprie dell'impresa - oppure esterne, ossia riferibili al mercato ed all'ambiente in cui l'impresa opera.

Le principali variabili del quoziente di redditività operativa sono:

- 1) condizioni di "attività aziendale", intese come conveniente combinazione tra struttura e dimensione dell'attività economica svolta dall'impresa, volta a definire il "che cosa" ed il "quanto" produrre per il mercato. Tali condizioni influenzano sia il denominatore del rapporto (capitale investito nella gestione), sia le grandezze che determinano il numeratore (vendite meno costi operativi);
- 2) condizioni di efficienza, che riguardano il "come" realizzare il "che cosa", combinato con il "quanto", nell'acquisizione dei fattori produttivi, nel processo di trasformazione e nella vendita;
- 3) condizioni di elasticità dell'impresa, intesa come combinazione tra la rigidità delle strutture aziendali e l'elasticità delle strategie e delle politiche di gestione, in rapporto alla variabilità delle condizioni ambientali e di mercato.

Il ROI può essere ulteriormente scomposto nei suoi fattori costitutivi, vale a dire:

$$ROI = \frac{Ro}{V} \times \frac{V}{Ko} = \frac{Ro}{Ko}$$

dove:

- Ro = Reddito operativo
 V = Vendite
 Ko = Capitale investito operativo

Tali fattori sono:

- 1) il R.O.S.
- 2) il tasso di rotazione del capitale investito.

1) Il R.O.S.

Il R.O.S. (Return On Sales) è l'indice di redditività delle vendite, il quale si calcola come rapporto tra il reddito operativo ed i ricavi di vendita. Di conseguenza tale indice è:

$$ROS = REDDITO OPERATIVO / VENDITE$$

Il quoziente esprime il reddito medio operativo per unità di ricavo netto, i cui elementi sono:

- il numeratore esprime il risultato economico di un'attività aziendale determinata dalle condizioni proprie della gestione tipica;
- il denominatore rappresenta, in termini monetari, il volume di tale attività, espresso in termini di ricavi netti operativi.

Il ROS può assumere un valore maggiore, uguale o minore di 0. Se il ROS è maggiore di 0 significa che i ricavi operativi hanno coperto tutti i costi della gestione caratteristica e ci sono ancora dei ricavi che serviranno per coprire i costi non operativi. Un ROS pari a 0 implica che i ricavi operativi si limitano alla copertura di tutti i costi della gestione caratteristica, mentre se

minore di 0 segnala un'incapacità a coprire i costi da parte dell'impresa lasciando alcune aree di costo "scoperte".

2) Il tasso di rotazione del capitale investito

Il tasso di rotazione del capitale investito è dato dal rapporto tra i ricavi di vendita e il capitale investito operativo, calcolato come:

$$\text{TASSO DI ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO} = \text{VENDITE} / \text{CAPITALE INVESTITO OPERATIVO}$$

In questo modo, moltiplicando l'indice di rotazione del capitale investito per il ROS si ottiene il ROI.

Sotto il profilo economico questo tasso esprime il ricavo medio per unità di investimenti operativi e rappresenta un fattore moltiplicativo del tasso di redditività operativa.

L'analisi dei "fattori" del ROI sta ad indicare che la redditività operativa della gestione dipende dai seguenti elementi:

- i margini di profitto che si ottengono per ciascuno dei cicli "acquisto materie prime-lavorazione-vendita prodotti finiti" (redditività delle vendite);
- la velocità con cui tali cicli si ripetono nel corso di un esercizio (rotazione del capitale investito), data cioè dai "volumi di vendita".

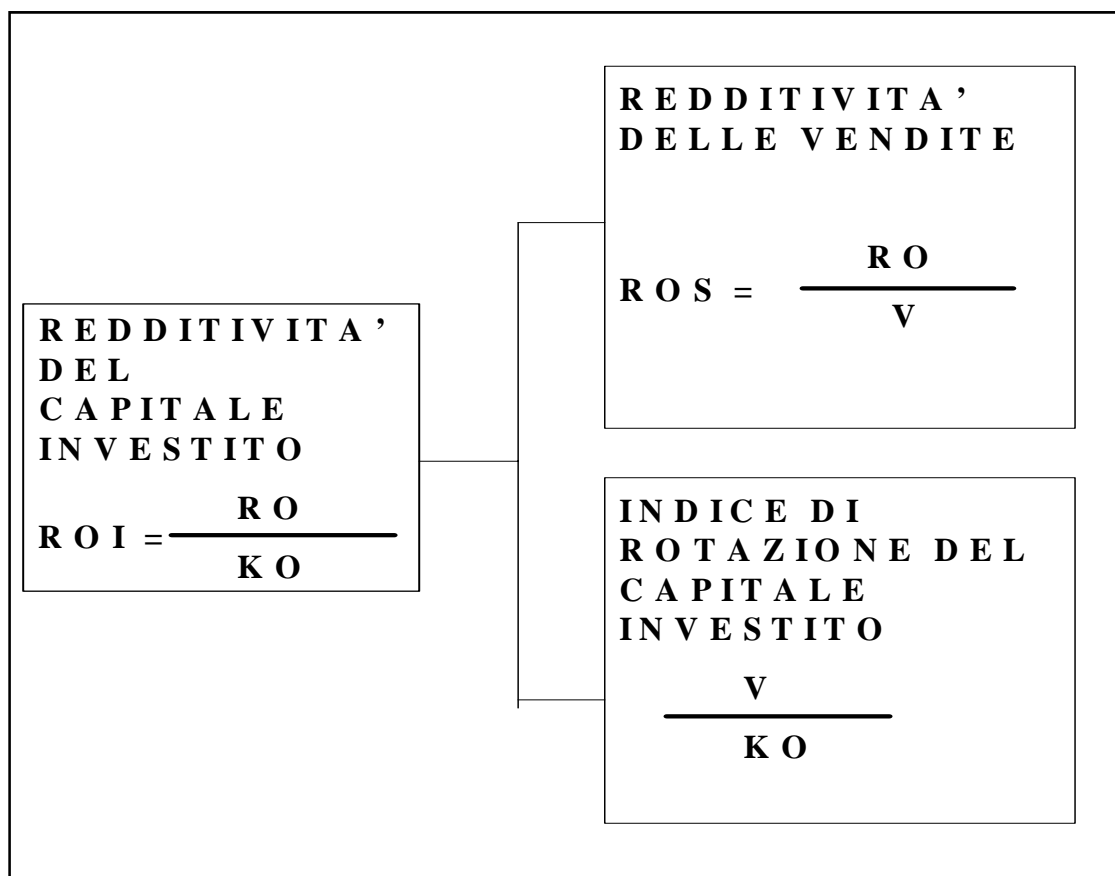
Per questo motivo l'indice di redditività del capitale investito viene scomposto negli altri due indici, che misurano:

- la redditività delle vendite (ROS);
- la rotazione del capitale investito.

Sulla base di questi elementi è possibile individuare due tipologie di comportamento da parte delle imprese:

- le imprese che scelgono una politica di bassi margini sulle vendite e che, per ottenere una redditività soddisfacente, debbono realizzare un'elevata rotazione del capitale investito;
- le imprese che scelgono una politica di elevati margini sulle vendite, accettando di realizzare una minor velocità di rotazione del loro capitale investito.

FIGURA 7. QUADRO DI SINTESI DEGLI INDICATORI DI REDDITIVITÀ OPERATIVA



b. L'analisi della redditività globale: il R.O.E.

Il quoziente di redditività globale è definito come rapporto tra il reddito netto globale risultante dal bilancio e il patrimonio netto medio (si considera la media tra il patrimonio netto iniziale e quello finale dell'esercizio in esame).

Tale indicatore prende il nome di R.O.E. (Return On Equity), ed è pari:

$$ROE = \text{REDDITO NETTO} / \text{PATRIMONIO NETTO}$$

Il ROE può essere interpretato come il *tasso di redditività del capitale proprio* ed indica il livello a cui viene commisurata la base di remunerazione del capitale acquisito dall'impresa con il vincolo del pieno rischio.

Esso rappresenta quindi una misura sintetica della redditività aziendale, e può essere utilizzato in analisi consuntive degli scostamenti fra la redditività attesa e quella realizzata, o in analisi preventive per definire un obiettivo di sintesi, soprattutto nel medio e nel lungo periodo.

L'eventuale segno negativo di questo indice – eccetto il caso di “deficit patrimoniale” – deriva da un reddito d'esercizio negativo (perdita).

Ai fini interpretativi, il ROE viene di norma analizzato “per fattori”, in modo da trasformarlo in prodotto aritmetico tra:

1. il quoziente di redditività operativa:

$$ROI = \text{REDDITO OPERATIVO} / \text{INVESTIMENTI OPERATIVI}$$

2. il “peso” degli investimenti operativi sul capitale investito globale, peso espresso dal rapporto:

$$INVESTIMENTI OPERATIVI / CAPITALE INVESTITO$$

3. il “grado di indebitamento”;

$$CAPITALE INVESTITO / PATRIMONIO NETTO$$

4. l'indice di incidenza del “reddito netto globale” sul “reddito operativo”.

$$REDDITO NETTO / REDDITO OPERATIVO$$

In definitiva si ha:

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

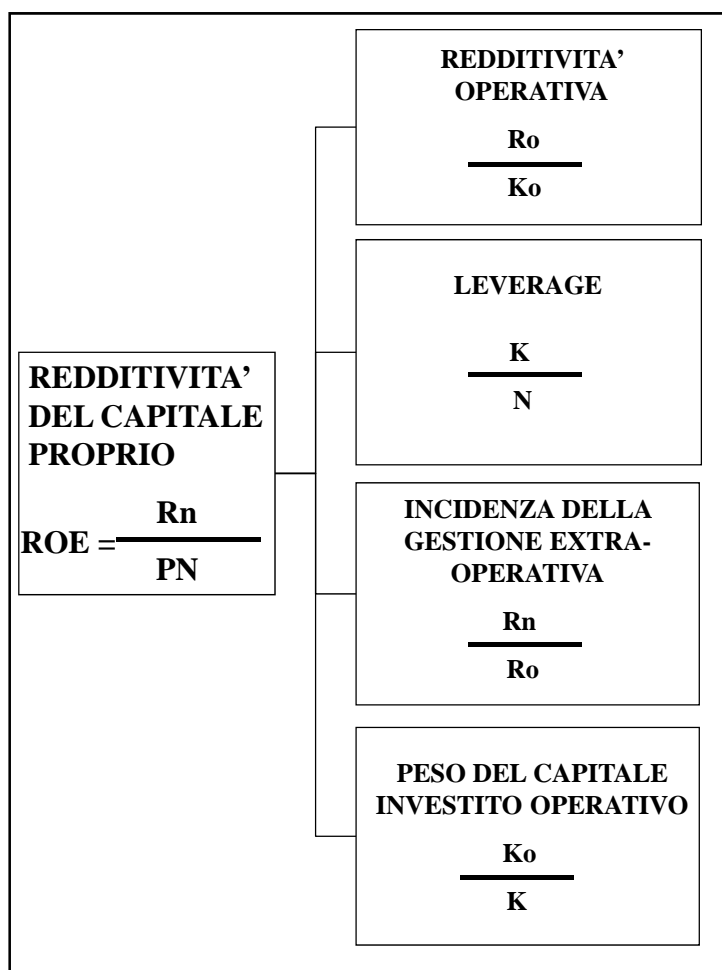
dove:

<i>Ro</i>	=	Reddito operativo
<i>Ko</i>	=	Investimenti operativi
<i>K</i>	=	Capitale investito
<i>N</i>	=	Patrimonio netto
<i>Rn</i>	=	Reddito netto

Da ciò si evince che il tasso di redditività del capitale proprio dipende:

- dalla situazione economica dell'impresa in termini di redditività operativa (naturalmente condizionata da una “struttura economica”);
- dalla struttura finanziaria dell'impresa medesima espressa attraverso il “grado di indebitamento” (che implicitamente riflette anche una data “situazione finanziaria”);
- dall'onerosità della “gestione finanziaria” e delle restanti “aree extra-operative” (onerosità indirettamente misurata dall'indicato “rapporto di incidenza”).

FIGURA 8. *QUADRO DI SINTESI DEGLI INDICATORI DI REDDITIVITÀ OPERATIVA.*



1.7. *L'analisi degli "intangibles"*

Il presente paragrafo è dedicato a riepilogare gli strumenti di analisi di bilancio disponibili per approfondire l'analisi degli "intangibili".

Con il termine "intangibili", si definiscono tutti gli investimenti effettuati dall'impresa e caratterizzati dall'immaterialità dell'investimento, cioè dalla mancanza di un elemento materiale o finanziario a cui riferire l'investimento. Tale tipologia di investimenti coincide sostanzialmente con le immobilizzazioni immateriali. Le attività immateriali sono generalmente costituite da:

- costi di impianto ed ampliamento;
- costi di ricerca, sviluppo e pubblicità;
- diritti di brevetto e simili;
- licenze, marchi e diritti simili;
- avviamento;
- immobilizzazioni in corso e acconti.

Ciascuno dei suddetti elementi, presenta un diverso grado di rischio nell'ambito dell'analisi di bilancio. Gli elementi che, pur avendo natura immateriale, hanno un valore oggettivamente determinato, non presentano un elevato grado di rischio, in quanto il valore iscritto in bilancio non deriva da valutazioni più o meno soggettive, ma è determinato ad esempio dal prezzo di acquisto. In tale categoria rientrano ad esempio i marchi, i brevetti e le licenze.

Presentano invece un maggior grado di rischio quegli elementi il cui valore è determinato in seguito a valutazioni che, anche se effettuate correttamente, potrebbero non riflettere il valore attuale dell'immobilizzazione o quegli elementi che non sono di fatto cedibili a terzi e non hanno

quindi un reale valore di realizzo. Nel primo caso rientra ad esempio l'avviamento, il cui valore potrebbe non essere più attuale a causa di diversi fattori non controllabili dall'impresa. Rientrano nel secondo caso, ad esempio, i costi di pubblicità che non trovano evidentemente un mercato in cui essere ceduti e realizzati.

Le principali analisi effettuate per verificare il grado di rischio presentato dagli investimenti intangibili, riguardano le analisi di struttura finanziaria e le analisi di solidità patrimoniale.

Nel primo caso, attraverso l'analisi dei pesi percentuali, si determina il peso delle immobilizzazioni immateriali e si individua quindi il potenziale grado di rischio presentato dagli investimenti intangibili.

Nel secondo caso, si utilizzano il margine del "Patrimonio netto tangibile", che individua, in valore assoluto, la quota di patrimonio netto che rimane disponibile dopo la copertura degli investimenti immateriali, e l'"Indice di indipendenza finanziaria" calcolato al netto, a numeratore e a denominatore, del valore delle immobilizzazioni immateriali².

² Per una analisi più dettagliata degli indicatori, si rinvia al paragrafo relativo all'analisi della solidità patrimoniale.