

L'estratto che stai consultando
fa parte del volume in vendita
su **ShopWKI**,
il negozio online di **Wolters Kluwer**

[Torna al libro](#)



CEDAM

IPSOA

UTET[®]
GIURIDICA

il fisco

 ALTALEX

2.1. IL PROCESSO DI ANALISI DI BILANCIO

L'analisi del bilancio si articola essenzialmente in due fasi. Una prima, di natura tecnica ed una seconda, di natura interpretativa.

2.1.1 La fase tecnica

La fase tecnica consiste nell'acquisire le informazioni utili e nell'ordinarle secondo una logica coerente rispetto alle finalità conoscitive che si vogliono perseguire. È bene chiarire subito che l'analisi di bilancio ha una vocazione spiccatamente «sartoriale», nel senso che deve attagliarsi alle esigenze di indagine e alle caratteristiche dell'impresa che ne è oggetto proprio come un «abito su misura».

Gli strumenti che ne costituiscono l'ossatura non devono essere interpretati come fattori rigidi che possono essere impiegati in modo indiscriminato a prescindere dal contesto, ma occorre selezionarli e applicarli tenendo conto delle specifiche condizioni operative. Come si è accennato in precedenza, la completezza dell'analisi si misura non necessariamente sulla base della quantità di indicatori utilizzati, ma piuttosto in funzione della capacità di fornire risposte esaustive a quesiti puntuali. Naturalmente, più ampio è il campo di osservazione, maggiori sono le informazioni sulla cui base trarre un giudizio di sintesi attendibile.

Il passaggio cruciale consiste dunque nel predisporre strumenti di indagine in linea con gli obiettivi del lavoro, fermo restando che l'analisi del bilancio non può avvenire in modo parziale. Un giudizio completo, infatti, si può trarre solo dalla verifica congiunta di tutte le dimensioni che interessano lo svolgimento dei fatti gestionali: patrimoniale, finanziaria ed economica.

Soltanto in questo modo gli avvenimenti aziendali (e le risultanze contabili che ad essi conseguono) possono essere interpretati correttamente. Ciò non significa dover predisporre un ampio numero di strumenti di analisi; l'indagine può essere anche basata su un ridotto set di indicatori, ma deve essere comunque in grado di abbracciare le tre prospettive appena richiamate.

La fase tecnica si articola in tre momenti: *a)* la riclassificazione dei dati di bilancio; *b)* l'elaborazione di indici e margini; *c)* la determinazione dei flussi finanziari.

La riclassificazione dei dati di bilancio

Riclassificare significa ordinare le poste contabili dello Stato patrimoniale e del Conto economico secondo una logica differente e più appropriata rispetto a quella stabilita dalle norme che regolano la formazione del bilancio. Tali norme, infatti, hanno finalità diverse da quelle proprie dell'analisi e gli schemi da esse previsti non costituiscono necessariamente una base di partenza coerente per impostare l'indagine. Oggi esistono più fonti che fissano i criteri per la redazione del bilancio di esercizio: in termini sintetici possiamo distinguere fra imprese che rispondono

2. Come impostare l'analisi di bilancio

alle disposizioni del codice civile e imprese che rientrano nell'ambito di applicazione degli standard IAS/IFRS¹. La diversa impostazione contabile che caratterizza ciascuno dei due modelli si riflette sulla rappresentazione delle voci di bilancio e, di conseguenza, sul modo con cui esse possono essere riclassificate.

A complicare parzialmente la questione, accade che entrambe le fonti sono aggiornate con una certa frequenza, sia per intervento del legislatore (nazionale ed europeo) che per la feconda attività di revisione operata dagli organismi per la statuzione dei principi contabili IASB (International Accounting Standard Board) e OIC (Organismo Italiano di Contabilità). Pertanto, contrariamente a quanto accadeva nel recente passato, l'analista di bilancio deve confrontarsi con un maggior numero di schemi contabili ed essere in grado di ricondurre ciascuno di essi ai modelli di riclassificazione più diffusi. Non è di per sé un procedimento complesso, ma impone un certo grado di confidenza con i criteri e le logiche proprie di ciascuna impostazione metodologica.

La riclassificazione, infatti, non è un fatto puramente meccanico; non si riduce, cioè, ad una mera riorganizzazione delle poste di bilancio sulla base di un automatismo acritico, ma richiede una lettura attenta di tutta la documentazione che costituisce il sistema di reporting e una buona capacità interpretativa delle dinamiche aziendali. Ad esempio, secondo le attuali disposizioni del codice civile, un impianto è collocato in bilancio fra le immobilizzazioni materiali, ossia fra i beni che sono destinati a far parte del capitale permanente della società. L'analista, se dalla documentazione allegata coglie che tale bene è invece destinato ad essere ceduto entro breve, nella fase di riclassificazione è tenuto a posizionarlo nel capitale circolante, così da evidenziare il diverso profilo che esso assume sul piano finanziario (ossia della liquidità aziendale)².

Conseguentemente, una diversa chiave di lettura dei dati aziendali potrebbe portare ciascun analista a riclassificare in modo marginalmente differente lo stesso bilancio. L'importante è essere in grado di giustificare ogni scelta effettuata e far sì che essa risponda ad un ragionamento coerente, tenuto conto delle informazioni desumibili dal sistema di reporting.

¹ Ai sensi del D.Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, le società che sono tenute ad adottare gli standard contabili IAS/IFRS sono le seguenti: a) società quotate; b) società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico; c) banche, società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari iscritti all'apposito albo, SIM, SGR, società finanziarie iscritte nell'elenco speciale; d) imprese di assicurazione. Le altre società possono adottare tali standard in via facoltativa. Tale decreto legislativo ha la sua origine nel Regolamento (CE) n. 1606/2002.

² Nel caso degli standard contabili, tale circostanza è di per sé già disciplinata dall'IFRS 5 e dal rinnovato OIC 16 (agosto 2014).

La dottrina e la prassi economico-aziendali propongono differenti logiche di riclassificazione, da cui discendono vari modelli e schemi applicativi. Nel corso del tempo alcune logiche si sono affermate nell'utilizzo comune maggiormente rispetto ad altre, sia perché più complete sia perché in grado di cogliere meglio la complessità delle dinamiche gestionali.

Proprio per questa ragione nel volume sono presentati i criteri che hanno trovato più largo impiego presso gli operatori sia a livello nazionale che internazionale: per lo Stato patrimoniale è proposta una logica di riclassificazione «finanziaria» e «funzionale»; per il Conto economico, «a margine di contribuzione», «a costo del venduto» e a «valore aggiunto». Ciascun criterio sarà esaminato nei capitoli 3 e 4.

L'elaborazione di indici e margini

Una volta riorganizzate le poste di bilancio secondo una preordinata logica, è necessario porre a confronto alcuni aggregati fra loro omogenei, così da trarre un giudizio di sintesi sulla situazione aziendale da un punto di vista patrimoniale, finanziario ed economico.

Ciascun margine (differenza tra valori) ed indice (rapporto tra valori) di per sé fornisce un'informazione parziale ed è pertanto opportuno selezionare un insieme di misure omogenee in grado di rappresentare compiutamente le dinamiche complessive. Tale scelta dipende essenzialmente da quanto in profondità l'analista intende sviluppare l'esame del bilancio.

Gli indicatori sono classificati in funzione della loro capacità segnaletica e delle prospettive gestionali che sono chiamati ad indagare e sono riferibili ai seguenti ambiti:

- i) *analisi della liquidità*: essa è finalizzata ad evidenziare la capacità dell'impresa di fare fronte agli impegni di breve periodo (principalmente debiti di funzionamento e di finanziamento) attraverso l'utilizzo del capitale circolante (disponibilità liquide, crediti e rimanenze);
- ii) *analisi della solidità*: essa mira a verificare l'equilibrio fra investimenti e fonti di finanziamento nel medio periodo, nonché la correlazione esistente con la redditività aziendale;
- iii) *analisi della redditività*: essa è essenzialmente orientata ad accertare in che misura i risultati economici conseguiti sono in grado di remunerare in modo soddisfacente il capitale proprio e quello investito.

Indici e margini forniscono una rappresentazione della situazione aziendale che può essere definita statica, in quanto evidenziano le condizioni operative ad una data puntuale dell'esercizio amministrativo (al momento della chiusura annuale o in una fase intermedia). Per cogliere invece la dinamica dei valori occorre esaminare i flussi finanziari.

La determinazione dei flussi finanziari

Ciascuna operazione produce un impatto diretto sulla liquidità aziendale: l'acquisto di un asset, il rimborso di un finanziamento, una maggiore dilazione concessa ai clienti hanno una ripercussione immediata sulle risorse monetarie. Tale dinamica può essere rappresentata come un flusso di ricchezza che aumenta e diminuisce nel corso del tempo.

La variazione netta di tale ricchezza può essere colta in via empirica e immediata confrontando il saldo delle disponibilità liquide in due esercizi contigui. Così, ad esempio, se al 31 dicembre dell'anno n il valore complessivo delle disponibilità finanziarie (cassa e banca) è di € 1.000 e al 31 dicembre dell'anno $n-1$ ammontava a € 700, significa che la variazione del cosiddetto «saldo di cassa» è pari a + € 300. Questa misura esprime il valore della liquidità generata nell'arco temporale di riferimento.

Il rendiconto finanziario è uno strumento che aiuta a spiegare i motivi per i quali è avvenuta tale variazione e a comprendere il contributo che ciascuna area della gestione ha fornito nel generare e nell'assorbire liquidità nell'arco di due o più periodi consecutivi.

2.1.2 La fase interpretativa

Dopo aver espletato la fase tecnica, prende avvio la fase interpretativa, che è, a ragione, considerata la parte «nobile» dell'intero processo di analisi. Sulla base delle informazioni fornite dalla lettura integrata di indicatori e flussi, è possibile trarre considerazioni e giudizi sullo svolgimento delle dinamiche gestionali e, pur se in modo, parziale, sullo «stato di salute» dell'impresa.

L'espressione non è usata in modo casuale, dal momento che, grazie al percorso di indagine sopra sintetizzato, si può formulare una vera e propria diagnosi sulle condizioni complessive. Tale diagnosi, mantenendo una terminologia medica, si fonda su due metodologie: una strumentale e una clinica.

La prima si avvale dei risultati forniti dagli strumenti impiegati. Ognuno di essi contribuisce a fornire segnali sull'andamento del complesso aziendale partendo da differenti prospettive; mettendo insieme i vari elementi e soppesando la valenza segnaletica di ciascuno di essi, si può ricondurre un gruppo di fenomeni (segnali) a categorie che permettono di delineare un quadro della situazione «abbastanza» preciso.

L'avverbio si rende necessario poiché, per quanto accurata, l'analisi è influenzata dalla correttezza e dalla veridicità delle informazioni contenute nel bilancio di esercizio. Se esse non rappresentano in modo attendibile la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica, le risultanze dell'intero processo di indagine sono incongruenti e di scarso valore sul piano informativo.

Da questo punto di vista, il largo ricorso al fair value da parte degli standard contabili internazionali, e più recentemente anche da quelli nazionali, non contribuisce ad un più elevato livello di affidabilità e di garanzia del dato contabile; inutile nascondere che il redattore di bilancio ha più possibilità che in passato di adottare politiche che, se non giustificate e coerenti, possono portare a sopravvalutazioni dell'attivo e ad un conseguente annacquamento del capitale. Le analisi della solidità e della redditività risultano essere particolarmente sensibili ad eventuali distorsioni, con la conseguenza di alterare la portata informativa di alcuni indicatori.

La seconda metodologia di diagnosi è quella clinica: come il medico deve essere in grado di interpretare una serie di segnali e di sintomi, così l'analista deve sviluppare la capacità di intravedere ciò che gli strumenti non "dichiarano" esplicitamente e di creare relazioni logiche fra i vari elementi in suo possesso. In altre parole, deve acuire la sensibilità a ricomporre in uno schema organico e coerente informazioni di varia natura (non solo contabile) fra loro apparentemente non correlate. A tal fine è importante leggere i dati non in maniera isolata, ma rapportarli alle dinamiche del contesto economico e competitivo di riferimento.

Non esiste una ricetta che permetta di sviluppare una simile attitudine, se non l'esperienza che si può maturare nel corso del tempo e il rigore metodologico nell'implementare l'analisi di bilancio. Soprattutto questo secondo aspetto è rilevante per delineare un "quadro clinico" fondato su basi coerenti e non contraddittorie.

Proprio in quest'ottica, è opportuno considerare due aspetti: *a)* la prospettiva di indagine; *b)* l'approccio metodologico.

La prospettiva di indagine

La prospettiva da cui l'analisi di bilancio è condotta è fondamentale per una buona interpretazione dei risultati. Essa può essere interna o esterna.

L'*analista interno* è colui che, per ovvie ragioni, può effettuare un'indagine più approfondita e articolata, dal momento che dispone di tutte le informazioni necessarie per acquisire un quadro della situazione sufficientemente completo. Egli può infatti integrare i dati economico-finanziari provenienti dal bilancio di esercizio con quelli di altra fonte (ad es. dalla contabilità direzionale) o di altra natura (misure di performance fisico-tecniche)³.

È evidente che, grazie ad una più ampia base informativa, il processo di sintesi risulta rafforzato e si possono instaurare correlazioni fra diversi elementi di giudizio in grado di cogliere a vasto spettro le dinamiche aziendali.

³ Cfr. M. Saita, *Manuale di contabilità, bilancio e controllo*, Il Sole 24 Ore, 1999.

2. Come impostare l'analisi di bilancio

L'*analista esterno* fonda invece le sue conclusioni su un più ridotto numero di informazioni, vale a dire quelle che gli amministratori rendono pubbliche in via obbligatoria o volontaria. La qualità e la quantità dei dati è solitamente proporzionale:

- a) alla dimensione dell'impresa;
- b) al fatto che sia o meno sottoposta a vigilanza da parte di un'autorità di controllo (Consob, Banca d'Italia, etc.) che può imporre una determinata *disclosure*;
- c) alle caratteristiche del business. Ad esempio, un'impresa che ha un forte impatto ambientale è più motivata a predisporre reports di sostenibilità.

Per esemplificare, un esperto nominato per la redazione di una perizia (valutazione d'azienda, relazione per accertare la congruità del concambio nell'ambito di una fusione, relazione ex art. 2343 c.c. per un conferimento, etc.) che intenda svolgere in via prodromica un'analisi dei bilanci passati, può accedere in modo abbastanza diretto alle varie informazioni aziendali; nelle fattispecie previste dalla norma, l'organo amministrativo della società è tenuto obbligatoriamente a consegnare tutta la documentazione richiesta ai fini dello svolgimento dell'incarico.

Un analista finanziario che ha il compito di attribuire il rating, può contare su un ampio numero di dati, anche se decisamente inferiori a quelli cui può potenzialmente accedere l'interno. Per quanto il rapporto fra analista e società debba essere improntato alla massima trasparenza possibile, è abbastanza frequente che vi sia da parte di quest'ultima una preventiva selezione del materiale da trasmettere al fine di ottenere il miglior rating possibile.

Anche le banche hanno interesse ad elaborare proprie analisi di bilancio per giudicare la solvibilità di un'impresa al fine di deliberare un affidamento. Questa esigenza è diventata ancora più pressante a seguito dell'introduzione di Basilea 2⁴ e di Basilea 3. Al pari dell'analista coinvolto nell'assegnazione di un rating, gli istituti di credito si avvalgono di una base di informazioni relativamente ampia, che può essere ulteriormente incrementata con banche dati specifiche (ad es. Centrale rischi).

Quanto sopra descritto si riferisce ad alcuni possibili soggetti esterni che sono chiamati, per differenti motivazioni, ad effettuare un'analisi dei bilanci aziendali. Pur non esaurendo le fattispecie, è comunque evidente che le informazioni disponibili possono sostanzialmente differire da caso a caso.

L'approccio metodologico

Il dato contabile rappresenta la principale fonte di notizie per esprimere un giudizio in merito alle dinamiche patrimoniali, finanziarie ed economiche. In tal senso il bilancio costituisce il principale contenitore di informazioni, per quanto esse tal-

⁴ Cfr. F. Fortuna, *Effetti di Basilea 2 sull'economia di banche e imprese*, F. Angeli, 2005.

volta risultino eccessivamente sintetiche e non sufficientemente dettagliate nella Nota integrativa e negli allegati.

Se ben strutturato, comunque, il bilancio riflette in modo sufficientemente attendibile ed esaustivo la complessità aziendale.

Peraltro, in tema di informativa esterna, negli ultimi anni sono stati raggiunti traguardi non indifferenti. Il sistema di business reporting si è notevolmente ampliato e la documentazione che lo compone è decisamente più ricca rispetto a quella disponibile nel passato.

Le informazioni trasmesse non coinvolgono soltanto la dimensione economico-finanziaria, ma interessano vari aspetti della gestione: ad esempio, i report di sostenibilità socio-ambientale vanno proprio nella direzione di fornire un quadro di riferimento in merito al *modus operandi* dell'impresa nel contesto di riferimento.

Proprio in questa ottica, pur continuando a privilegiare l'informazione contabile⁵, sarebbe opportuno sviluppare un approccio metodologico multidimensionale che porti a considerare un più vasto set di elementi e misure per pervenire ad un giudizio integrato sulle dinamiche aziendali.

In tal senso l'analisi di bilancio entra a far parte di un più ampio schema di indagine che coinvolge diverse prospettive della gestione, anche quelle non necessariamente rappresentabili in termini monetari.

2.2. ANALISI DIVERSE PER FINALITÀ E OGGETTI DIVERSI

Quanto si è appena delineato rappresenta un *modus operandi* standard per articolare l'analisi di bilancio; non si deve tuttavia dimenticare, come già detto, la «vocazione sartoriale» che caratterizza questo tipo di indagine, vocazione che richiede un'attenta verifica delle condizioni operative in cui essa può essere sviluppata.

Per quanto le metodologie siano definibili a priori, occorre comunque decidere come impostare l'indagine in funzione delle finalità e dell'oggetto.

Nel precedente paragrafo si è accennato al fatto che l'analisi di bilancio può trovare proficua applicazione in numerose fattispecie. Non in tutti casi è tuttavia necessario o fattibile sviluppare la *guideline* testé articolata. La situazione contingente (status in cui versa l'impresa, tempo disponibile per lo svolgimento dell'indagine, ecc.) o la mancanza di alcuni dati possono infatti costringere l'analista ad utilizzare un limitato set di strumenti e, conseguentemente, a fondare le proprie conclusioni su un numero circoscritto di elementi.

⁵ Cfr. A. Russo, *Rilevanza e materiality nell'informazione contabile*, Rivista dei Dottori Commercialisti, Vol. 55, 2004.

2. Come impostare l'analisi di bilancio

Senza pretesa di esaustività, si evidenziano di seguito alcune fattispecie ricorrenti (articolate per finalità e oggetto) caratterizzate da una diversa valenza informativa che l'analisi di bilancio è in grado di fornire.

Quanto alle *finalità*, in termini generali, possiamo identificare alcuni casi concreti in cui la significatività dell'indagine assume differenti connotati.

L'analisi più completa, come si è appena ricordato, è quella condotta da parte di soggetti interni. Lo scopo è quello di ottenere sintesi utili per comprendere meglio le dinamiche aziendali e di assumere decisioni coerenti⁶; essi, infatti, non solo dispongono di tutte le informazioni relative al bilancio, ma anche di ulteriori elementi provenienti dalla contabilità generale, dal sistema di controllo di gestione⁷, dagli atti societari e da tutte quelle fonti che non sono disponibili all'esterno.

Le finalità esterne, invece, possono essere ricondotte a diverse fattispecie, ciascuna delle quali è caratterizzata da un differente livello di intensità, a seconda che l'analisi assuma un rilievo principale o incidentale.

Un istituto di credito che deve esaminare i presupposti per un affidamento ha la necessità di sviluppare un'indagine più ampia possibile, pur non disponendo di elementi quantitativamente e qualitativamente analoghi a quelli di un interno. L'analisi deve spaziare in modo approfondito su più dimensioni: ad esempio, su quelle economiche per riscontrare le condizioni di equilibrio fra ricavi e costi e su quelle finanziarie al fine di accertare la solidità e la capacità di un'impresa di fare fronte ai propri impegni nel medio periodo.

In altri casi l'analisi di bilancio assume una valenza incidentale, nel senso che costituisce un mezzo interpretativo sulla cui base articolare ulteriori indagini. Ad esempio, nell'ambito della valutazione d'azienda o delle operazioni straordinarie, la verifica delle condizioni economiche e finanziarie dei soggetti coinvolti rappresenta un atto prodromico a tutto il processo: evidentemente si tratta di un passaggio non obbligatorio, ma utile per inquadrare meglio le modalità in cui si articolano talune dinamiche. In queste fattispecie non è necessaria una verifica estremamente approfondita: è sufficiente determinare alcuni rapporti significativi al fine di cogliere gli aspetti salienti che hanno caratterizzato il passato recente e che possono influire sulla successiva evoluzione della gestione.

L'analisi di bilancio può inoltre trovare applicazione nelle procedure concorsuali. Gli ambiti possono essere i più disparati: dalla conoscibilità del momento in cui si è verificato lo stato di insolvenza per promuovere azioni di responsabilità,

⁶ Cfr. L. Anselmi (a cura di), *Elementi di management e dinamica aziendale: andamenti, decisioni, risultati*, Giappichelli, 2006.

⁷ Cfr. S. Baraldi, C. Devecchi, *I sistemi di pianificazione e controllo*, Giappichelli, 1995; L. Brusa, *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, 2012; R. Ferraris Franceschi, *Pianificazione e controllo*, Giappichelli, 2007, Vol. I e II.

all'applicazione dei nuovi istituti del diritto fallimentare che prevedono una continuità aziendale e che, pertanto, sottintendono quale prerequisite una puntuale conoscenza dei fatti gestionali passati. La prospettiva di maggior rilievo in tali fattispecie è quella finanziaria, dal momento che quella economica, generalmente, ha poco senso di essere sviluppata in presenza di redditi negativi.

Le esemplificazioni qui riportate non esauriscono le possibili applicazioni dell'analisi di bilancio in relazione alle diverse finalità, ma permettono di cogliere quanto variegati siano i modi con cui sviluppare un'indagine tenendo conto delle peculiarità del contesto in cui essa può essere applicata.

L'analisi di bilancio può assumere una diversa valenza anche in relazione all'*oggetto*.

Ad esempio, se la società è tenuta alla redazione di un bilancio in forma abbreviata le informazioni - come già ricordato - sono molto scarse e, oltretutto, aggregate in poche voci. Questo significa che è complesso effettuare approfondimenti su alcuni aspetti (scomposizione del capitale circolante, dinamica del ciclo commerciale, ecc.) ed elaborare il rendiconto finanziario. L'analisi può essere condotta in termini minimali, anche in funzione della qualità delle informazioni contenute nella nota integrativa.

Nel caso di imprese appartenenti ad un gruppo, invece, le logiche operative dovrebbero essere lette in un'ottica sistemica. Una società che fornisce servizi e prestazioni nell'ambito di un gruppo, infatti, può non rispondere a logiche economiche analoghe a quelle di una realtà del tutto autonoma e, pertanto, può presentare una redditività non soddisfacente se comparata con imprese simili. Tale condizione non deve tuttavia essere interpretata come una perdita di efficienza, ma come un fattore endogeno proprio della dinamica di gruppo.

Analogamente, un'impresa in crisi che sta affrontando un processo di turnaround deve essere esaminata con una logica ben differente da quella con cui potrebbe essere giudicata una impresa *in bonis*: l'analisi può evidenziare una maggiore criticità finanziaria, gli indicatori possono essere disallineati rispetto ai parametri considerati standard, la redditività può essere modesta, il rapporto di indebitamento eccessivo.

In queste e in altre fattispecie l'analisi di bilancio assume valenze differenti: non tutti gli strumenti solitamente impiegati possono essere applicati seguendo le stesse logiche e i risultati ottenuti devono essere interpretati tenendo debito conto delle caratteristiche specifiche del contesto. Per questa ragione si può concludere che per finalità e oggetti diversi devono essere promossi differenti piani di analisi, pur non derogando al rigore e alla coerenza che rappresentano gli elementi fondanti di ogni tipologia di indagine quali-quantitativa.

2.3. LE COMPARAZIONI DEI VALORI

L'analisi di bilancio è in grado di assicurare una serie di informazioni articolate e fra loro complementari sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica di

2. Come impostare l'analisi di bilancio

un'impresa. I risultati elaborati possono fornire un quadro sufficientemente chiaro delle condizioni operative, ma, se presi in termini assoluti, essi non permettono una panoramica completa se non sono posti in relazione con almeno due dimensioni: quella temporale e quella spaziale.

Quanto alla *dimensione temporale*, ci si riferisce all'opportunità di fondare l'interpretazione dei dati su una serie storica. Un solo esercizio, infatti, non è sufficiente per inquadrare correttamente le dinamiche gestionali, dal momento che può essere influenzato da un insieme di fatti contingenti tali da fuorviare il giudizio. Una lettura integrata dell'evoluzione dei fatti aziendali nel corso del tempo permette di disporre di un quadro della situazione più puntuale e di cogliere alcune relazioni di causa-effetto che a prima vista potrebbero non essere immediate. Ciò risulta utile, ad esempio, per cogliere la presenza di un trend o per verificare come eventuali criticità siano progressivamente maturate.

In relazione alla *dimensione spaziale*, l'analista non può prescindere dalle caratteristiche proprie del contesto, ovvero dello «spazio» in cui l'impresa si trova ad operare; per questa ragione il bilancio deve essere esaminato operando un confronto con realtà simili o con valori medi di settore, così da contestualizzare le risultanze ottenute alla luce delle peculiarità che contraddistinguono ciascun ambito competitivo.

2.4. LE COMPARAZIONI NEL TEMPO

A seconda delle finalità proprie dell'analisi di bilancio, può essere opportuno sviluppare l'indagine per un arco temporale più o meno esteso⁸.

Ad esempio, nella valutazione d'azienda essa costituisce un atto prodromico a tutto il processo di stima: per giudicare la corretta applicazione di un metodo, soprattutto se basato sulla dimensione prospettica (flussi di reddito o di cassa), occorre avere ben chiara l'evoluzione delle dinamiche storiche, al fine di accertare la coerenza fra quanto avvenuto nel passato e ciò è ipotizzato nel futuro⁹. Analogamente, nella gestione della crisi di impresa, l'esame degli accadimenti antecedenti è fondamentale per accertare le relazioni fra cause ed effetti, che sia per appurare le ragioni di un default o per predisporre un percorso di turnaround¹⁰. Sempre a titolo esemplificativo, un sistema di rating finalizzato a rilevare il merito creditizio di una società è costruito proprio sull'esame di una serie storica di dati contabili.

⁸ Cfr. L. Cinquini, *La dimensione tempo e il sistema dei valori aziendali*, Giuffrè, 1994.

⁹ Cfr. S. Pozzoli (a cura di), *Valutazione d'azienda*, Ipsoa, 2013.

¹⁰ Cfr. M. Fazzini, N. Abriani, *Turnaround management*, Ipsoa, 2011.

In linea generale, è fondamentale capire «da dove si viene» perché aiuta ad inquadrare le ragioni degli andamenti aziendali.

Inoltre, affinché l'indagine in una prospettiva storica risulti efficace e significativa, occorre considerare congiuntamente tre aspetti: *a)* l'estensione temporale; *b)* la presenza di elementi distorsivi; *c)* la correlazione fra i valori.

2.4.1 L'estensione temporale

Per estensione temporale si intende il numero di esercizi amministrativi che l'analisi deve mediamente abbracciare per fornire attendibili elementi di giudizio. A questo proposito non esiste una regola generale.

In linea di massima, il numero di anni può dipendere dal fenomeno che si intende indagare. Ad esempio, se si vogliono accertare gli effetti che ha avuto un certo investimento in termini finanziari ed economici, occorre partire dall'esercizio in cui esso ha preso avvio. Se invece l'analisi ha una finalità più generica e non riconducibile a fatti particolari, l'arco temporale dipende dal tipo di attività svolta e dalle caratteristiche del settore, ed è generalmente proporzionale alla durata dei cicli operativi. Per chiarire il concetto, se l'oggetto della verifica è rappresentato da un'impresa che gestisce commesse pluriennali, occorre assumere un lasso di tempo che sia almeno proporzionale alla durata media dei cicli di realizzo (tre-cinque anni); se esso è invece rappresentato da un'impresa che commercializza beni al dettaglio, l'orizzonte può essere più contenuto.

In ogni caso, per far sì che l'analisi poggi su basi attendibili, è opportuno considerare almeno un triennio, salvo che evidenze empiriche suggeriscano un periodo più ampio.

2.4.2 La presenza di elementi distorsivi

Il secondo aspetto da considerare è legato alla presenza di elementi distorsivi che rendono la comparazione nel tempo scarsamente espressiva. Tali fattori possono essere interni o esterni.

I fattori interni

I fattori interni che danno vita ad elementi distorsivi sono essenzialmente da ricondursi al cambiamento dei criteri di valutazione delle poste di bilancio. L'applicazione del fair value in luogo del costo storico, ad esempio, costituisce una modifica che può stravolgere in modo considerevole il dato contabile; allo stesso modo, qualunque diversa modalità di valorizzazione, pur all'interno del medesimo sistema contabile (passaggio da LIFO a FIFO per le rimanenze, dal costo al patrimonio netto per le partecipazioni, ecc.) influisce sulla significatività della comparazione temporale.

2. Come impostare l'analisi di bilancio

In tali fattispecie, l'analista esterno deve limitarsi a prendere atto delle modifiche intercorse, senza tentare di ricostruire la dinamica dei valori secondo la logica del «cosa sarebbe accaduto se fossero stati mantenuti i precedenti criteri», in quanto disporrebbe solo di elementi parziali. È invece suo compito prestare estrema attenzione: *a)* alle informazioni contenute nella documentazione di supporto e *b)* alle conseguenze delle variazioni sui risultati dell'analisi.

La nota integrativa e, talvolta, la relazione sulla gestione costituiscono importanti fonti conoscitive che l'analista tende a non considerare pienamente. La nota integrativa, in particolare, è tenuta ad indicare le modifiche intervenute nei criteri di valutazione rispetto all'esercizio precedente e, in taluni casi, riporta quali effetti sarebbero prodotti con l'impiego dell'uno e dell'altro criterio. Ciò è utile per apprezzare la portata della variazione e per interpretare nel modo corretto gli indici e i margini coinvolti da tale cambiamento. Ad esempio, il passaggio da metodo LIFO a FIFO nella valutazione delle rimanenze produce mediamente un incremento del loro valore, dal momento che esse vengono stimate a prezzi più recenti. A parità di quantità in giacenza e in assenza di altre variazioni, ciò si traduce apparentemente in un capitale circolante più elevato e in un miglioramento della situazione finanziaria, quando invece tale incremento è legato soltanto all'adozione di una diversa metrica di misurazione.

L'analista è dunque tenuto ad accertare le conseguenze prodotte da eventuali cambiamenti dei criteri di valutazione sui risultati dell'analisi. Se non sono intervenuti sostanziali mutamenti da un punto di vista gestionale, le eventuali variazioni degli indicatori di bilancio devono essere soppesate con estrema cautela, in modo da accertare quali siano i più adatti ad interpretare la situazione aziendale: se quelli antecedenti ai cambiamenti di criterio o quelli successivi.

Anche in questo caso non esistono ricette preconfezionate e accade sovente che l'analista esterno non disponga di tutti gli elementi di giudizio sulla cui base i redattori del bilancio hanno effettuato una determinata scelta. È comunque importante esaminare le conseguenze e tenerne conto nella fase di interpretazione dei dati.

Un'esemplificazione numerica può essere di aiuto per comprendere le implicazioni di questo ragionamento: si supponga che il capitale investito netto (COIN) di un'impresa sia pari a 100 euro; il patrimonio netto è di 30 euro e la posizione finanziaria netta (PFN) ammonta a 70 euro: in un tale scenario le attività sono finanziate per il 30% con capitale proprio e per il 70% con capitale di terzi.

Si presuma un incremento di 10 euro nel valore di una partecipazione in virtù dell'applicazione del differente metodo di valorizzazione. Esso produce due conseguenze: riduce la posizione finanziaria netta di 10 euro (aumento di attività finanziarie) e rafforza di pari importo il patrimonio netto (in quanto il maggior valore, secondo norma, deve essere accantonato in una riserva). Conseguentemente, a fronte di un invariato capitale investito di 100 euro, esso risulta finanziato per il

40% con fonti proprie e per il 60% con fonti di terzi, con evidente miglioramento del rapporto di indebitamento.

I fattori esterni

I fattori esterni che possono dare luogo a elementi distorsivi sono da ricercarsi nei significativi e duraturi stravolgimenti che possono colpire un'impresa, un settore o, più in generale, il sistema economico. Al di là delle cause, che possono essere le più varie, e delle leve di cui il management dispone per farvi fronte, la confrontabilità del dato, a livello temporale, è sensibilmente ridotta.

2.4.3 La correlazione tra i valori

Un ulteriore aspetto da considerare in una prospettiva storica è rappresentato dal confronto fra diverse tipologie di valori; può essere infatti opportuno comprendere se le grandezze aziendali si sono sviluppate in modo fra loro coerente oppure se esistono distonie che suonano come campanelli di allarme.

Ad esempio, se i ricavi delle vendite aumentano e il risultato operativo netto (MON) si riduce, significa che i maggiori volumi comportano un incremento dei costi più che proporzionale. Tale circostanza può essere intuitiva anche senza l'utilizzo di specifici strumenti di indagine, ma altre fattispecie, magari inerenti a confronti fra voci di natura diversa (una economica e l'altra finanziaria), rischiano di apparire in modo meno evidente.

Il confronto fra i dati deve avvenire sulla base di un'indagine coerente e rigorosa. A tal fine l'analista può avvalersi del semplice strumento statistico della correlazione. Pur rimandando al capitolo 10 per gli approfondimenti del caso, si forniscono in questa sede alcuni semplici esempi applicativi funzionali a chiarire il tema.

Si ipotizzino le due seguenti situazioni relative alle società Alfa e Beta:

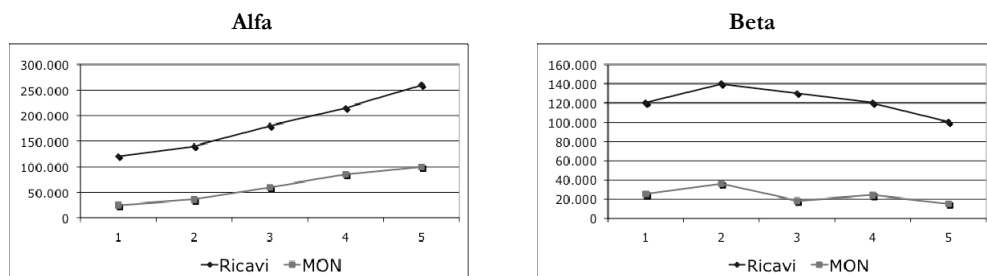
Alfa				Beta			
Anni	Ricavi	MON	ROS	Anni	Ricavi	MON	ROS
1	120.000	25.000	20,83%	1	120.000	25.000	20,83%
2	140.000	36.000	25,71%	2	140.000	36.000	25,71%
3	180.000	60.000	33,33%	3	130.000	18.000	13,85%
4	215.000	85.000	39,53%	4	120.000	24.000	20,00%
5	260.000	100.000	38,46%	5	100.000	15.000	15,00%

La società Alfa presenta un trend di sviluppo sostanzialmente stabile: sia i ricavi che il MON aumentano nel corso del tempo, anche se in modo non esattamente proporzionale: il ROS (return on sales), pari al rapporto fra MON e Ricavi, varia infatti dal 20,83% al 39,53%. La società Beta, invece, ha conseguito ricavi prima crescenti (periodi 1 e 2) e successivamente decrescenti; anche il MON segue un andamento non omogeneo. Il ROS, tuttavia, presenta differenze meno marcate: oscilla infatti fra il 13,85% e il 25,71%.

2. Come impostare l'analisi di bilancio

Gli andamenti dei ricavi e del MON sono rappresentati in *tavola 2.1*; anche da un punto di vista grafico è immediato cogliere i differenti trend di ciascuna società.

Tavola 2.1 - Andamenti dei ricavi e dell'Ebit



La domanda è dunque la seguente: quale delle due aziende presenta i valori economici maggiormente omogenei? La risposta la possiamo trovare calcolando l'indice di correlazione. Per correlazione si intende, in termini statistici, una relazione tra due variabili tale che a ciascun valore della prima corrisponda con una certa regolarità un valore della seconda. Essa non evidenzia necessariamente un rapporto di causa-effetto; piuttosto, è un calcolo che mette a confronto due serie di grandezze per evidenziare se esse hanno uno stesso andamento o se, viceversa, non esiste fra esse alcuna relazione.

Questo tipo di analisi è utile per accertare se, ad esempio, al modificarsi di una grandezza un'altra aumenta o diminuisce. La correlazione si dice diretta o positiva quando, al mutare di una variabile in un senso, anche l'altra varia nella stessa direzione; si dice indiretta o inversa quando, modificandosi una variabile in un senso, l'altra varia in direzione opposta.

Il grado di correlazione fra due variabili è espresso attraverso indici di correlazione. Essi assumono valori compresi tra zero (assenza di correlazione) e l'unità. In generale si assume che:

- un valore al di sotto di 0,50 indica un basso coefficiente di correlazione;
- un valore compreso fra 0,50 e 0,75 esprime una correlazione da debole a moderata;
- un valore compreso tra 0,75 e 0,90 evidenzia una buona correlazione;
- un valore superiore a 0,90 denota una forte correlazione.

L'indice di correlazione è facilmente determinabile attraverso Excel™ utilizzando la seguente sintassi: correlazione (matrice1; matrice2). Per «matrice1» si intendono i ricavi dal periodo 1 al periodo 5; per «matrice2» il MON rilevato per il medesimo arco temporale.

Per Alfa l'indice di correlazione fra ricavi e MON risulta essere di 0,993; per Beta esso è invece pari a 0,759. Ciò significa che nel primo caso, fra le due grandezze economiche, sussiste una relazione più stretta che nella seconda fattispecie.

2.5. LE COMPARAZIONI NELLO SPAZIO

I risultati ottenuti con un'analisi di bilancio hanno certamente una valenza e una significatività autonoma, ma un giudizio completo non può prescindere da un confronto con valori medi di riferimento. Un return on investment (ROE) del 3%, ad esempio, può apparire un dato modesto se lo consideriamo in modo isolato, ma se è realizzato in un settore il cui ROE medio si assesta intorno all'1%, diventa un rendimento di tutto rispetto.

Pertanto la lettura delle informazioni fornite dall'analisi deve avvenire secondo una logica integrata: dopo aver effettuato i calcoli relativi alla realtà oggetto di indagine, occorre confrontare i valori risultanti con quelli mediamente espressi dal settore. In questo processo di comparazione, al fine di evitare giudizi di sintesi fuorvianti, occorre: *a)* identificare il settore di riferimento; *b)* selezionare un adeguato campione di realtà similari; *c)* comprendere le ragioni di eventuali differenze.

2.5.1 Identificazione del settore di riferimento

Inquadrare attendibilmente il settore in cui opera l'impresa da analizzare costituisce un passaggio meno scontato di quello che può a prima vista apparire, a causa della trasversalità che taluni business assumono, trasversalità che li rende difficilmente inquadrabili in un determinato ambito economico¹¹.

Ad esempio, la Apple potrebbe essere a prima vista qualificata come impresa produttrice di computer (Mac). Tuttavia essa è attiva anche in altri business: quello dei sistemi di riproduzione audio (i-Pod), quello degli smartphone (i-Phone) e quello dei tablet (i-Pad).

Nel primo caso dovremmo effettuare la comparazione (per quanto il Mac sia un prodotto non direttamente confrontabile) con realtà quali Compaq, Dell, Acer, Asus, ecc.; nel secondo con imprese come Sony, Panasonic, ecc.; nel terzo con Samsung, Huawei, LG, ecc.; nel quarto caso con Samsung, Amazon Kindle, ecc.

Poiché nessuno dei quattro business è marcatamente più rilevante degli altri, è assai complesso identificare il settore di riferimento e limitare la scelta ad uno solo di essi è estremamente limitativo.

In questi casi occorre usare estrema accortezza. Qualora sia possibile isolare le varie aree di business e identificare per ciascuna i principali indicatori, è raccoman-

¹¹ Cfr. V. Antonelli, *Le relazioni trasversali tra aziende: strutture e funzionamento*, Giappichelli, 2000.

2. Come impostare l'analisi di bilancio

dabile effettuare confronti differenziati¹²: nell'esempio in specie, l'analista, se avesse disponibili i dati articolati per segmenti, potrebbe compararli con quelli dei rispettivi settori. Se ciò non è fattibile, è necessario rapportarsi al settore preminente, anche se il raffronto perde larga parte del suo significato. L'eventuale ricorso a medie calcolate sulla base di più settori è estremamente rischioso ed è consigliabile soltanto se le aree di business sono fra loro similari.

Nel caso in specie la società forse più immediatamente comparabile a Apple è Samsung, la quale tuttavia realizza anche altre tipologie di prodotti, quali tv, elettrodomestici, condizionatori, etc. Si tratta dunque di un competitor che costituisce un parametro di riferimento solo in termini molto approssimativi.

2.5.2 Selezione del campione

Una volta identificato l'ambito economico, è opportuno selezionare un campione di riferimento. Questo passaggio può risolversi ricorrendo a due alternative.

La *prima alternativa* consiste nell'accedere ad una banca dati sufficientemente ampia e dettagliata in grado di assicurare le informazioni necessarie per il confronto. La scelta del campione riveste un passaggio cruciale: più essa è accurata, maggiormente significativo è il giudizio complessivo. Pur essendo difficile generalizzare, le similitudini dovrebbero interessare l'area geografica, il livello di investimenti, le modalità di finanziamento, il livello dei ricavi, il numero medio dei dipendenti, il mercato di sbocco, ecc. Alcuni database consentono di effettuare la ricerca proprio riferendosi ad un'ampia serie di parametri. È comunque bene evidenziare che l'accesso a queste informazioni può essere estremamente costoso per chi svolge analisi di bilancio in modo occasionale.

In linea di massima, la qualità del campione è influenzata dal numero di realtà confrontabili. Se un'impresa opera in un contesto di nicchia o caratterizzato dalla presenza di pochi operatori, il campione può risultare abbastanza scarno e poco omogeneo.

Ad esempio ENI, a causa della peculiare attività svolta, non dispone, a livello nazionale, di un ampio numero di realtà comparabili; per identificare valori medi occorre operare un confronto su una scala geografica più ampia ed esaminare le performances di analoghe imprese a livello europeo.

Se invece un'impresa fa parte di un settore formato da un'ampia popolazione, può porsi il problema diametralmente opposto, ovvero quello di selezionare un aggregato coerente che rifletta le peculiari condizioni operative della realtà oggetto di analisi.

¹² Sulle strategic business units (SBU) cfr. M. Fazzini, *La valutazione delle aree strategiche di affari in un'ottica integrata*, F. Angeli, 2003. Si veda inoltre il cap. 12.

L'uniformità del campione non si misura soltanto dai valori medi che esso esprime, ma anche considerando la dispersione dei termini che compongono la media ottenuta. Un esempio può essere di aiuto a chiarire questo aspetto.

Si supponga che la società Alfa presenti un ROE (return on equity, calcolato come rapporto tra risultato economico dell'esercizio e patrimonio netto) pari al 5%. Per giudicare se questa misura esprima un'adeguata remunerazione del capitale proprio, la si pone a confronto con un ROE medio; ipotizzando che il campione sia esteso e che esistano numerose realtà simili, sono costruiti tre gruppi, ognuno formato da cinque aziende comparabili (ROE Gruppo 1; ROE Gruppo 2; ROE Gruppo 3).

In tutti i casi la media aritmetica dei ROE è la medesima (5%), un dato che potrebbe indurre l'analista a ritenere che ciascun gruppo può indifferentemente costituire un valido termine di confronto (*tavola 2.2*).

Per accertarlo, occorre determinare per ogni gruppo la deviazione standard (o scarto quadratico medio), che restituisce la distanza media dei dati dalla media degli stessi. In termini concreti, le medie di tutte e tre le serie riportano un valore del ROE del 5%; la serie 2, tuttavia, risulta molto più «dispersa», dal momento che contiene valori che spaziano dal 2% al 13%. La serie 3, invece, è molto più lineare e oscilla in un range ben più ristretto, compreso fra 4,4% e 5,6%¹³.

Tavola 2.2 - Indicatori economici appartenenti al campione

	ROE Gruppo 1	ROE Gruppo 2	ROE Gruppo 3
	8,00%	13,00%	5,20%
	3,20%	3,20%	4,80%
	2,30%	2,30%	5,00%
	7,00%	4,50%	4,40%
	4,50%	2,00%	5,60%
Media	5,00%	5,00%	5,00%
Dev. St.	0,024	0,046	0,004

La deviazione standard esprime proprio il livello di variabilità di ciascuna serie; la variabilità più contenuta (0,004) si ottiene proprio in corrispondenza del gruppo 3, mentre il gruppo 2 riporta il valore più elevato (0,046). Ciò significa che il campione contenuto nel gruppo 3 presenta caratteri di maggiore omogeneità e che, pertanto, può essere assunto come termine di confronto. Buona norma sarebbe ripetere l'esperimento anche per altre grandezze.

¹³ La sintassi corretta utilizzando Excel™ è la seguente: dev.st(num₁, num₂,...), dove num_x esprime ciascun argomento della serie.

2. Come impostare l'analisi di bilancio

La *seconda alternativa* consiste nell'utilizzare dati aggregati per settore; quindi non un campione di realtà analoghe, ma l'intero comparto di riferimento. In circolazione esistono fonti estremamente valide, fra cui si ricordano le banche dati di Bureau Van Dijk e della Centrale dei Bilanci, nonché la raccolta di dati cumulativi annualmente realizzata da Mediobanca.

2.5.3 Analisi delle differenze

Dal confronto con i valori medi settoriali possono emergere differenze imputabili a diversi fattori: dimensione della società, posizionamento competitivo, struttura finanziaria, capacità del management, etc.

Non sempre è immediato e agevole individuare le ragioni che stanno dietro a risultati diversi, ma occorre fare un tentativo per cogliere le cause più rilevanti. Ad esempio, indicatori di redditività (ROI, ROS, ecc.) più bassi della media possono dipendere da una marginalità più contenuta o da un diverso livello di capitale investito. Nel primo caso, l'impresa oggetto di indagine potrebbe essere meno efficiente del campione di riferimento, in quanto la struttura dei costi incide in misura proporzionalmente superiore; nel secondo caso, invece, l'impresa potrebbe disporre di un capitale più elevato e in tal caso sarebbe opportuno accertare se ciò appesantisce la struttura o apporta vantaggi competitivi di qualche natura.

In generale non esistono ricette preistituite e gli stessi termini di confronto non sono da assumere come imprescindibili; i risultati sono infatti frutto di una selezione di aziende più o meno rappresentative ed esprimono un trend medio settoriale.

L'estratto che stai consultando
fa parte del volume in vendita
su **ShopWKI**,
il negozio online di **Wolters Kluwer**

[Torna al libro](#)



CEDAM

IPSOA

UTET[®]
GIURIDICA

il fisco

 ALTALEX