

UN NUOVO FRAMEWORK PER LE ANALISI DI BILANCIO UN "CHECK-UP VELOCE" CON L'INDICE-M

di Piero Mella, Carlotta Meo Colombo e Matteo Navaroni

Introduzione: il bilancio quale strumento di apprezzamento della performance

Il bilancio d'esercizio svolge due funzioni: è un *rendiconto di sintesi* e, come tale – eventualmente integrato con altri documenti informativi – rappresenta lo strumento d'informazione periodica per gli stakeholder sui risultati complessivamente conseguiti dall'impresa in funzionamento considerata come unità. È, però, anche un *modello sistemico* tramite il quale i "terzi" possono valutare non tanto i risultati quanto la performance gestionale, e attuarne l'apprezzamento in relazione alla struttura aziendale e ai propri obiettivi conoscitivi individuali (Paganelli, 1991; Mella, 1998).

Di fatto, l'apprezzamento della performance gestionale è necessario non solo agli stakeholder ma anche al management (imprenditore, in senso più lato) particolarmente interessato a giudicare i risultati periodicamente ottenuti dall'impresa e a valutare l'equilibrio temporale della struttura patrimoniale e finanziaria correlata a quei risultati.

Tra management e stakeholder il processo di apprezzamento presenta differenze sostanziali. Il management, per la sua funzione di soggetto "interno" aziendale, deve continuamente monitorare la gestione, e controllare gli effetti delle scelte operative e strategiche; per farlo, dispone di mezzi potenti, precisi e tempestivi quali la contabilità analitica, il budget e il reporting, le analisi dei rendimenti dei fattori, il controllo di qualità e la ricognizione della soddisfazione dei consumatori, oltre che tutti gli strumenti del controllo di gestione nei diversi livelli di articolazione (Mella, 1997); con questi strumenti manageriali, può svolgere, in linea di principio, un apprezzamento analitico e continuativo della gestione, dei risultati, della performance e della dinamica della struttura patrimoniale e finanziaria.

I "terzi", disponendo unicamente dei documenti informativi che l'impresa deve periodicamente fornire, devono, di necessità, limitarsi a un apprezzamento periodico e sintetico, derivando dai dati di sintesi annuale (e infrannuale, ove disponibili), un giudizio complessivo della gestione e della sua performance.

Il bilancio d'esercizio rappresenta dunque, lo strumento fondamentale per l'apprezzamento aziendale da parte di soggetti "terzi", esterni, che, pur avendo interesse a giudicare l'azienda e la sua gestione, non hanno accesso, per definizione, al sistema informativo aziendale¹.

Questo documento di rendicontazione periodica, tuttavia, non consente, di elaborare un giudizio significativo immediato.

Il termine *analisi di bilancio* viene qui impiegato per designare la complessa attività, svolta con l'impiego di un corpo di tecniche elaborate dalla dottrina, sulla base di metodi rigorosi, per derivare dal bilancio, strutturato come *rendiconto* assoggettato a vincoli normativi e professionali, e da altre informazioni, un *modello* utile per formulare un giudizio, o apprezzamento – da parte di qualche soggetto esterno –, dell'azienda e della sua gestione, sia in termini di *performance*, cioè di risultati e di rendimenti, che di *fitness*, cioè di adeguatezza della struttura del capitale².

Nel contesto delle analisi di bilancio, la performance viene espressa, soprattutto, da indicatori che evidenziano i rapporti tra risultati ottenuti e risorse investite per ottenerli (analisi di redditività); la fitness viene intesa come l'attitudine del sistema aziendale a produrre i risultati economici nel tempo (analisi di economicità e di struttura patrimoniale-finanziaria).

¹ Il management, pertanto, per i propri giudizi e apprezzamenti, per definizione non ricorre alle analisi di bilancio, attuate su un consuntivo che egli stesso ha elaborato, con dati derivanti da operazioni decise, programmate ed eseguite, la cui significatività gli dovrebbe essere ben nota. "E' opportuno infatti specificare che il bilancio, così come espresso nel conto economico e nello stato patrimoniale, è in genere redatto e finalizzato per l'autorità fiscale e non per l'imprenditore. Come tale il bilancio non mette in relazione tra loro le voci che lo compongono, è anzi la fotografia statica di quanto è successo al tempo x. È invece l'esigenza dell'imprenditore diagnosticare la salute della propria azienda attraverso criteri di valutazione gestionali, che consentano raffronti tra le voci di bilancio e permettano l'analisi nei nessi logici tra le stesse esistenti. L'imprenditore deve poter possedere gli strumenti svincolati dalla legge, che siano utili per sapere quanto più possibile della sua azienda, nel presente, ma soprattutto, siano efficaci per prevedere il futuro: individuare le cause di eventuali distonie finanziarie e attuare le correzioni opportune" (Arlorio et al. 1987), p. 87. Si veda anche Bubbio, 1984. Viene riconosciuto che l'impiego delle analisi di bilancio per effettuare *diagnosi strategiche* da parte di soggetti esterni, pur essendo possibile, richiede la conoscenza di dati interni: "Nell'intento di esplorare le potenzialità insite nelle sintesi di bilancio come supporto al processo di diagnosi strategica, si privilegiano qui le sintesi interne. Nell'accezione di bilancio interno accolta in questo scritto, si suppone che l'alta direzione intervenga nel processo di elaborazione dei prospetti, tanto da potersi considerare come costitutiva o fortemente orientativa del soggetto compilatore" (Invernizzi, Molteni, 1990), p. 53.

² Secondo Drake e Fabozzi (2008), "Financial analysis involves the selection, evaluation, and interpretation of financial data and other pertinent information to assist in evaluating the operating performance and financial condition of a company. The operating performance of a company is a measure of how well a company has used its resources—its assets, both tangible and intangible—to produce a return on its investment. The financial condition of a company is a measure of its ability to satisfy its obligations, such as the payment of interest on its debt in a timely manner". Scrivono Caramiello et al. (2003): "Per quanto concerne le finalità dell'analisi di bilancio mediante indici, esse sono riassumibili in un concetto che, di per sé, è piuttosto semplice: lo scopo dell'analisi, infatti consiste nel diagnosticare, in tempi ragionevolmente contenuti, lo "stato di salute" di un'impresa", p. 10.

La performance consente di apprezzare la gestione svolta; la fitness permette di giudicare le potenzialità future di produzione di risultati economici.

Occorre nuovamente rilevare che le tecniche di analisi, le procedure seguite e gli sviluppi delle medesime sono sempre sommesse alle esigenze conoscitive e valutative di soggetti di apprezzamento e, in particolare, alla necessità di attuare confronti nel tempo e nello spazio.

Le analisi di bilancio per giudizi sulle performance e sull'adeguatezza strutturale del capitale a mantenere la redditività, non sono un "prodotto" recente ma si sono sviluppate da decenni secondo una logica ormai consolidata che costituisce il *framework tradizionale* cui si attengono normalmente gli analisti di bilancio e che compendio nella SEZIONE 1. Nella SEZIONE 2 presenterò un nuovo *framework* che cerca di correlare il significato degli indici elaborati dalle analisi di bilancio all'accettazione di un limitato numero di postulati di "buona gestione".

1. Il framework tradizionale delle analisi di bilancio

1.1 I tradizionali momenti delle analisi di bilancio

Per quanto si vuole dimostrare nella SEZIONE 2, appare utile premettere qualche sintetico richiamo sulla logica tradizionale delle analisi di bilancio che può essere sintetizzata nei punti seguenti (Mella, 1998):

- se la gestione dell'impresa, attuata sulla base di un *Calcolo Economico* razionale, produce un sistema di valori di sintesi relativi alla produzione, ai costi, agli investimenti e ai finanziamenti, dai quali deriva il risultato economico, rapportabile alla struttura del capitale investito per ottenerlo,
- e se tali valori sono riflessi dal bilancio d'esercizio-rendiconto ai fini della misurazione del reddito e del capitale,
- allora il bilancio non è solo un *rendiconto additivo* di calcolo di risultati,
- ma rappresenta un *modello quantitativo sistemico* della gestione stessa ai fini dell'apprezzamento delle performance ottenute dall'impresa;
- elaborandone i valori, è possibile, pertanto, costruire un sistema di indicatori in grado di far comprendere e giudicare la performance della gestione che quei valori ha prodotto.

Quattro sono i momenti fondamentali di tutta la procedura di analisi:

- 1) verificare la sussistenza dei presupposti fondamentali: l'analisi deve svilupparsi su un bilancio di un'impresa unitaria, indipendente e operante in condizioni di normalità operativa;
- 2) riclassificare lo stato patrimoniale e il conto economico per evidenziare poche classi significative di valori con cui calcolare altri valori e margini;

- 3) derivare da quelle classi e da quei nuovi margini un sistema di indicatori ritenuti significativi delle decisioni manageriali;
- 4) individuare corretti parametri di riferimento per confrontare gli indicatori ottenuti al fine di poter esprimere un giudizio³.

1.2 La riclassificazione e i margini fondamentali

La riclassificazione costituisce il momento operativo fondamentale in quanto, indipendentemente dalla forma originaria dei documenti da elaborare, ha lo scopo di trasformare il bilancio-rendiconto in un modello comprensibile, costituito da poche classi significative, indicativo della struttura dei processi di investimento, finanziamento, e produzione.

Diversi sono i criteri di riclassificazione impiegabili⁴ e la scelta dipende dalle finalità di analisi, più che da motivi tecnici⁵.

Il criterio più diffuso – e, a nostro parere, anche il più significativo – per la riclassificazione dello stato patrimoniale – salvo alcune varianti – è quello finanziario-monetario (fig. 1), che considera le attività come investimenti, le passività e il patrimonio netto come fonti di finanziamento; gli investimenti e le fonti sono distinte per la durata presunta che intercorre prima della conversione in forma liquida (criterio della liquidità decrescente).

³“La 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. Per meglio identificare il potenziale informativo contenuto e formulare articolati e completi giudizi sul profilo economico indagato, è necessario sottoporre il bilancio ad elaborazione, utilizzando alcune tecniche riconducibili alla generica denominazione di *analisi di bilancio*” (Teodori, 2000), p. 3.

⁴Per l’analisi di criteri alternativi si rinvia, per es. a Teodori, 2000.

⁵“Una circostanza è apparsa abbastanza chiara: l’analisi finanziaria e di bilancio - come tecnica d’indagine generale ed anche quale strumento per le decisioni sulla concessione del credito – deve essere discussa, presentata e utilizzata in assai stretta aderenza alle soluzioni adottate per la costruzione del bilancio d’esercizio. Ogni tentativo diverso appare illusorio e i risultati che si presume di ottenere si palesano del tutto privi di solida base” (Cattaneo, 1974), p. 1-2. “Una circostanza è apparsa abbastanza chiara: l’analisi finanziaria e di bilancio - come tecnica d’indagine generale ed anche quale strumento per le decisioni sulla concessione del credito – deve essere discussa, presentata e utilizzata in assai stretta aderenza alle soluzioni adottate per la costruzione del bilancio d’esercizio. Ogni tentativo diverso appare illusorio e i risultati che si presume di ottenere si palesano del tutto privi di solida base” (Cattaneo, 1974), p. 1-2.

Fig. 1 . Lo stato patrimoniale riclassificato secondo criterio finanziario della liquidità, secondo la durata (breve/non breve)

STATO PATRIMONIALE

LI	LIQUIDITA' IMMEDIATE [cassa, c/c attivi]	Passività correnti	
LD AC=LT+RD	LIQUIDITA' DIFFERITE [CLIENTI E QUOTE A BREVE DI CREDITI A LUNGA]	[DEBITI A BREVE E QUOTE A BREVE DI DEBITI A LUNGA]	db = PC
MD=CCN=AC-PC RD	REALIZZABILITA' DISPONIBILITA' [MAGAZZINO ratei e RISCONTI TITOLI NON LIQUIDI]	DEBITI A LUNGA [al netto delle quote a breve TFR	MT=LT-DB dl = PF FP= PC+PF
IMM=AF	IMMOBILIZZAZ. MATERIALI [NETTE] IMMOBILIZZAZ. IMMATERIALI [NETTE] IMMOBILIZZAZ. FINANZIARIE [NETTE] IMMOBILIZZAZ. NON STRUMENTALI	CAPITALE PROPRIO O CAPITALE NETTO O PATRIMONIO NETTO INCREMENTO RISERVE	MS=CN-AF Pn = cn = cs + ris

Dallo stato patrimoniale riclassificato con questo criterio si ricavano quattro margini significativi:

1. margine di liquidità: $MT = (LI+LD) - PC$
2. margine di disponibilità o capitale circolante netto: $MD = CCN = AC - PC$
3. margine netto di struttura: $MS = PN - AF$
4. capitale investito netto: $CCN + AF = PF + PN$

Il totale dell'attivo rappresenta gli ASSETS aziendali e corrisponde al totale del passivo, formato da indebitamento, LIABILITIES, e patrimonio netto, EQUITY:

$$ASSETS = LIABILITIES + EQUITY$$

Al fine rendere evidente la combinazione produttiva, il conto economico è riclassificato a valore della produzione e a costo della produzione (fig. 2); i costi sono distinti per natura (materie, servizi, lavoro, ammortamenti, oneri finanziari, oneri non tipici) e non per destinazione (industriali, commerciali e amministrativi).

Fig. 2 . Il conto economico riclassificato a costo e valore della produzione (per natura)

CONTO ECONOMICO

CM+cs	consumi di MATERIE		
	E SERVIZI	VALORE	
CDP CL	COSTO LAVORO	DELLA PRODUZIONE	VDP
qAmm.	AMMORTAMENTI [consumo impianti]		
RO = VDP-CDP IP	INteressi PASSivi e oneri finanziari		
it	IMPOSTE	proventi non tipici	PONT = pnt-ont
RN	Reddito netto	e oneri con tipici	

Dal conto economico si ricavano cinque margini significativi:

1. valore aggiunto aziendale: $VA = VDP - (CM+CS)$
2. margine di contribuzione o margine operativo lordo: $MOL = VA - CL$
3. risultato operativo⁶: $RO = MOL - qAmm = VDP - CDP$
- risultato netto: $RN = RO + / - PONT - IP - IT$
4. cash flow operativo lordo: $KFOL = RN + qAmm + quota TFR^7$.

1.3 Le più comuni analisi di bilancio nel framework tradizionale

Gli indici di bilancio sono numerosi ma solo un ristretto numero appare significativo e utile (Beaver, 1997; Drake, Fabozzi, 2008).

La fig. 3 compendia i più comuni indicatori impiegati per giudizi di performance e di fitness e, anche da un rapido esame, possiamo renderci conto

⁶RO viene anche denominato come: *operating income*, o EBIT, *earnings before interest and taxes*.

⁷Il *cash flow generale di periodo*, formalizzato nel rendiconto finanziario generale, o Statement of sources and application of funds, da tempo oggetto studio in letteratura (Mella, 1997; Potito, 1980; Arlorio, Bonelli, Bocchino, 1987), può essere quantificato mediante stratificazioni successive di valori che misurano correlate variazioni di "risorse monetarie". Il cash flow operativo lordo (KFOL) rappresenta lo "strato" di base, poiché quantifica i flussi di cassa generati dalla gestione reddituale corrente, al lordo degli investimenti in scorte e delle variazioni dei crediti. La configurazione indicata nel testo (punto 5.), utile per valutare le componenti fondamentali e quantitativamente più rilevanti del KFOL, rappresenta la sintesi di una definizione più completa che, oltre alle tre voci indicate, somma anche le svalutazioni e gli altri costi non monetari d'esercizio, e detrae le rivalutazioni e gli altri componenti positivi di reddito non monetari. Sommando algebricamente al KFOL gli investimenti (cash outflows) e i disinvestimenti (cash inflows) in scorte, si configura il cash flow operativo netto (KFON). Apportando al KFON le variazioni dei crediti e dei debiti correnti (meglio se solo quelli di natura commerciale) si determina il *cash flow d'esercizio* (KFE), denominato spesso *operating cash flow*, tout court, o *unlevered free cash flow*. Sommando algebricamente al KFE anche le variazioni delle attività e delle passività non correnti, nonché quelle del capitale proprio, si perviene alla determinazione del *cash flow generale di periodo*

di quanto possano essere ampi e numerosi gli indicatori ottenibili, pur con i soli margini di stato patrimoniale e di conto economico, e con pochi altri valori significativi. Tali indicatori sono distinti in relazione ai tipi di analisi formulabili nel *framework tradizionale*, finalizzate ai seguenti giudizi:

- a – *giudizio sulla liquidità*: l’analista cerca di valutare l’attitudine dell’impresa a far fronte, in condizioni di normalità operativa, agli impegni finanziari a breve termine con risorse a breve termine⁸;
- b – *giudizio sulla solidità e sull’elasticità finanziaria*: si valuta, da un lato, se l’impresa ha solide basi finanziarie, cioè se ha finanziato gli investimenti a lungo termine, e a lento recupero, con capitali disponibili durevolmente⁹; dall’altro, se le risorse disponibili nel breve termine sono sufficientemente elastiche da consentire di modificare il mix degli investimenti (simmetrici giudizi si esprimono sulla rigidità del passivo) (Giunta, 1997);
- c – *giudizio sulla redditività*: è soprattutto richiesto dagli azionisti o da altri investitori di capitale nell’impresa, interessati a stimare la capacità dell’impresa a produrre livelli adeguati di redditività in relazione all’entità dei capitali investiti, vale a dire livelli di ROE e di ROI ritenuti congrui con i rischi dell’investimento ed “equi” rispetto ai rendimenti di investimenti alternativi dei capitali investiti; le indagini sulla redditività cercano di far emergere congiuntamente i fattori che influiscono sui risultati ottenuti e quelli che condizionano l’entità dei capitali investiti per produrre quei risultati, costruendo indici significativi che rendano conto dell’ipotizzata correlazione tra capitali e risultati;
- d – *giudizio sull’economicità*: questa forma di analisi, molto articolata e complessa, ha lo scopo di giudicare l’attitudine dell’impresa a produrre flussi adeguati di redditi, vale a dire la capacità di produrre durevolmente flussi di ricavi in grado di coprire i correlati costi della produzione e i componenti di reddito di origine finanziaria e straordinaria; oltre che indagini sulla struttura del processo produttivo, vengono

(per una trattazione approfondita rinvio a Bubbio, 1984; Caramiello, 1993; Sostero, Ferrarese, 1995; Mella, 1998). Il rendiconto finanziario è previsto, in diverse forme, dal Principio contabile n. 12 (1994) del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e dei Ragionieri, che si ispira al Documento n. 7 (1992) dell’IASB e al Documento n. 95 (1987) del FASB.

⁸ “La liquidità si collega all’equilibrio finanziario e monetario (solvibilità) nel breve periodo. Un’azienda con adeguata liquidità ha la capacità di generare flussi finanziari e monetari tali da mantenere un costante bilanciamento tra attivo e passivo a breve, ovvero l’attitudine a far fronte tempestivamente (senza ritardi) ed economicamente (a costi accettabili) ai propri impegni verso i finanziatori” (Teodori, 2000), p. 161. In tal senso anche Giunta (1997).

⁹ “L’analisi della solidità patrimoniale mira a comprendere se la configurazione del patrimonio aziendale conferisce all’azienda la capacità di tenere in equilibrio entrate e uscite monetarie nel medio-lungo termine. Si tratta dunque di un’analisi sugli equilibri finanziari della gestione. Con l’analisi della solidità patrimoniale, in particolare, si studiano le possibilità di mantenimento tendenziale dell’equilibrio finanziario con riferimento al tempo non breve” (Caramiello et al., 2003), p. 131.

anche sviluppate analisi orientate al futuro, mediante simulazioni circa la dinamica dei ricavi e dei costi; devono tuttavia, tenere conto della posizione strategica dell'impresa e della sua possibile evoluzione;

e – *giudizi sulla creazione di valore dell'impresa*: questa specie di analisi (Rappaport, 1986) trova fondamento nella teoria dell'impresa finalizzata alla creazione di *shareholder value* (Copeland et al., 1996; Morin, Jarrel, 2001; Pellicelli, 2007) e si basa su indici che considerano grandezze di mercato quali la capitalizzazione, i dividendi, con gli indicatori relativi – per es. P/E ratio, EPS, dividend cover, Market value added, dividend yield – spesso considerati come multipli (Guatri, 1991; Guatri, Bini, 2002; Ferrero et al., 2003, p. 193 e s.), per la valutazione del capitale economico aziendale quale massima espressione del valore prodotto (Guatri, Bini, 2009). Questa forma di analisi, in quanto non esclusivamente fondata su valori di bilancio, non sarà di seguito considerata.

Per giudicare la fitness patrimoniale-finanziaria, quale attitudine a equilibrare i flussi finanziari connessi ai finanziamenti e agli investimenti, appare appropriata anche l'analisi per flussi (Potito, 1980; Mella, 1998) che, tuttavia non sarà considerata ai fini del presente studio.

1.4 Le più comuni forme di analisi per indici

Le più comuni forme di impiego degli indici di bilancio (Barnes, 1987), nel *framework tradizionale*, si possono così compendiare.

A- Analisi assolute: l'analista confronta il valore assoluto di alcuni indici ritenuti particolarmente significativi, calcolati sul bilancio analizzato, con valori che, sulla base della sua esperienza, dovrebbero rivelarsi ottimali nel settore e nel paese in cui l'impresa opera; lo scostamento tra valori calcolati e standard ottimali indica i livelli di performance; non per tutti gli indici si possono esprimere valori standard¹⁰; ecco alcuni esempi:

Fig. 3 – I più comuni indici di bilancio

Tipo di analisi	Scopo dell'analisi	Indicatori
Liquidità	Evidenziare l'attitudine dell'impresa a far fronte, normalmente, agli impegni finanziari a breve termine con risorse a breve termine. Riguardano i valori della "parte alta" dello stato patrimoniale di fig. 1.	Acid test ratio = ATR = LI/PC Quick test ratio = QTR = LT/PC Current test ratio = CTR = AC/PC Circolante su attivo = CCN / ASSETS Produzione di circolante = CCN / VD

¹⁰ Per un migliore uso di indici singoli, utilizzati però congiuntamente, sono state studiate le relazioni statistiche di correlazione tra i valori di diversi indicatori, come nel lavoro di Gargiullo, 1981.

Solidità	Evidenziare l'attitudine dell'impresa a finanziare gli investimenti a lungo termine, e a lento recupero, con capitali disponibili durevolmente. Riguardano i valori della "parte bassa" dello stato patrimoniale di fig. 1.	Copertura netta immob. = CN/AF Cop. lorda immob. = (CN+PF)/AF Elasticità attivo = AC/ASSETS Capitalizzazione = CN/ASSETS Indebitamento = LIAB/ASSETS Grado di indebitamento = CI/CN
Economicità	Evidenziare l'attitudine dell'impresa a produrre flussi adeguati di redditi. Riguardano prevalentemente valori del conto economico.	Crescita% = VDP(n) 100 /VDP (n-1) VA% = VA 100/VDP MOL% = MOL/VDP BEP = Costi fissi / mc% ROC = RO/CDP ROS = RO/Ricavi vendita ROP = RO/VDP Rotazione cap. invest. = VDP/CI Margine sic.zza = (VDP-BEP)/VDP Copertura oneri finanziari = IP/VDP Capacità indebitamento = FP/VDP Incidenza PONT = PONT/VDP Copertura PONT = PONT/RO Pay back period = AFnette/qAmm Produttività = VDP/N. Dipendenti Attività pro capite = AF/ N. Dip. Ecc.
Redditività	Evidenziare l'attitudine dell'impresa a produrre livelli adeguati di redditività. Connettono i risultati di conto economico con i capitali di stato patrimoniale.	ROE = RN/CN ROI = RO/CI ROD = IP/PF ROA = RO/ASSETS ROL = IP/LIABIL. Leva finanziaria = DER = PF/CN Ecc.
Altre	Evidenziare particolari caratteristiche della gestione o integrare le analisi precedenti	%-uale di costo = CF/CDP Rotaz. Magazz. = VDP/mag. Medio Rotaz. crediti. = VDP/crediti Medi Rotaz. debiti. = VDP/debiti medi Durate medie = 360/rotaz. Durata ciclo monetario = durata magazzino + durata crediti - durata debiti Leverage Ecc.

- per il QTR=LT/PC si ritengono standard i seguenti valori:

Valori del QTR	Indicazioni
Indice > 1,5	Situazione di (presunta) eccessiva liquidità
Indice > 1	Situazione di tranquillità finanziaria
Indice tra 0,50 e 1	Situazione non soddisfacente
Indice < 0,5	Situazione di crisi di liquidità

- per il $CTR=AC/PC$ si ritengono standard i seguenti valori:

Valori del CTR	Indicazioni
Indice > 2	Situazione ottimale
Indice tra 1,50 e 2	Situazione soddisfacente
Indice < 1,25	Situazione da controllare
Indice < 1	Situazione di squilibrio finanziario

- per l'indice di copertura netta delle immobilizzazioni, $CNI=PN/AF$, si ritengono standard i seguenti valori:

Valori della CNI	Indicazioni
Indice > 1,5	Carenza di investimenti, capitale inattivo
Indice > 1	Situazione ottimale
Indice > 0,7	Buona solidità
Indice tra 0,5 e 0,7	Scarsa solidità
Indice < 0,33	Situazione di pericolo

- per l'indice di indebitamento, o leva finanziaria lorda = FP/PN si ritengono standard i seguenti valori:

Valori della LFL	Indicazioni
Indice = 0	Assenza di indebitamento
Indice tra 0 e 0,5	Struttura finanziaria positiva e favorevole allo sviluppo
Indice tra 0,5 e 0,8	Struttura finanziaria favorevole ma al limite
Indice tra 0,8 e 2	Struttura finanziaria con squilibri da contenere
Indice > 2	Struttura finanziaria squilibrata

B - Analisi temporali: gli indici sono calcolati per una successione di bilanci della stessa impresa; la dinamica degli indici più rilevanti consente di esprimere un giudizio; per es.: se il ROI è in crescita, allora la performance reddituale migliora; ecc; se il quoziente di copertura delle immobilizzazioni e l'elasticità dell'attivo aumentano, allora la fitness è migliorata; ecc; l'analisi temporale condotta per un periodo non breve sarebbe anche in grado di predire le difficoltà finanziarie e anche il possibile fallimento dell'impresa¹¹;

¹¹ Questo uso della analisi temporali è così descritto: "The use of financial ratios in failure prediction is based on the assumption that the failure process is characterized by a systematic deterioration in the value of the ratios. For example, Sharma and Mahajan present a general model of failure process according to which ineffective management together with unanticipated events lead to a systematic deterioration in performance indicators" (Laitinen, 1991), p 649.

C - *Analisi spaziali*: seguono una logica analoga a quella delle analisi temporali, con la variante che gli indici dell'impresa analizzata sono confrontati con quelli calcolati con altre imprese di riferimento; per es.: la liquidità è più bassa di quella dei concorrenti; la redditività si attesta ai livelli più bassi; ecc;

D - *Analisi di posizione*, o diagnostiche: rappresentano l'impiego più significativo in quanto gli indici sono considerati strumenti diagnostici per individuare la posizione dell'impresa rispetto ai valori medi del settore in cui opera; se il $ROI = (RO/VDP) \times (VDP/CI)$ è più basso della media del settore, ma l'indice di rotazione (VDP/CI) appare posizionato sopra la media, allora il basso ROI deve essere imputato a un insufficiente ricarico (RO / VDP), ecc. (Mella, 1998); per tali analisi è utile porre in relazione matematica alcuni indici rilevanti così da poter individuare, nell'ambito della relazione individuata, quali indici denotino sintomi vantaggi oppure di problemi gestionali¹²;

Analisi di simulazione: sono le più complesse e, forse, anche le meno significative; si propongono non tanto esprimere un giudizio di performance sulla base degli indici storici ma di fissare valori desiderati degli indici al termini di un periodo prefissato, e simulare quali grandezze economiche e finanziarie la gestione dovrebbe produrre nel periodo per ottenere quei valori, simulando, in forma sintetica, un piano o un budget (Whittington, 1980)¹³. Sono una forma evoluta di analisi di performance e di fitness¹⁴.

¹²La più nota relazione tra gli indicatori è quella ricordata come Sistema Dupont (sviluppato nel 1914 da F. Donaldson Brown) che scompone il ROE come prodotto dei seguenti indici (ROE Tree):

$$ROE = \frac{CI}{PN} \times \frac{CP}{CI} \times \frac{VDP}{CP} \times \frac{RO}{VDP} \times \frac{RN}{RO} = IER \times CIR \times E \times ROS \times NOR$$

Ove:

IER = $CI/E = 1+DER$ = investment/equity ratio, assumendo il significato di moltiplicatore dell'equity per configurare il capitale investito, esprime la performance finanziaria connessa alla struttura finanziaria; CIR = CP/CI = cost/investment ratio, indica la performance dell'investimento, poiché esprime il turnover of invested capital in relazione al costo di produzione; più elevato è il CIR minore è il capitale investito richiesto, quindi anche delle risorse finanziarie a copertura; E = RP/CP , rappresenta la complessiva efficienza economica dell'impresa. È possibile ricavare il Dupont tree in modo semplice, considerando l'impresa quale sistema di trasformazione efficiente (Mella, 2005). Un'altra fondamentale relazione lega gli indici di redditività e deriva dalla ben nota relazione di Modigliani-Miller (1958): $ROE = ROI + SPREAD \cdot DER$. Per più ampi collegamenti tra indici si rinvia a Coda et al. (1974), p. 60; Ferrero et al. (2003), p. 60; Sostero, Ferrarese (2000), p.88 es.

¹³Ai fini dell'uso delle analisi di bilancio per le simulazioni, scrive Cappellotto (1993): "Non per questo il concetto di simulazione coincide con quello di pianificazione e budget, anche se le tecniche del budgeting si avvalgono di procedure di simulazione", p. 274.

¹⁴È stato anche proposto (Lockett, 1984; Fisher & McGowan, 1983; Salmi et al., 2005) di considerare il ROI come stima dell'*internal rate of return* dell'impresa, come massima espressione dell'analisi della performance Il *return on invested capital*, o ROI, è anche denominato *accountant's rate of profit* (ARP), *accountant's rate of return* (ARR) e *book yield*.

2. Un nuovo framework concettuale

2.1 Il dilemma dell'apprezzamento

Nel *framework tradizionale*, le analisi di bilancio consentono all'analista di arricchire le informazioni offerte dal bilancio d'esercizio e cercano di fare emergere utili relazioni tra i valori di bilancio, opportunamente sintetizzati. Quando, tuttavia, le analisi di bilancio tradizionali devono essere impiegate per esprimere un *giudizio globale* non tanto sulle performance aziendali quanto sul livello di *vitalità* dell'impresa – o fitness generale – e si cerca di individuare gli indicatori in grado di supportare tali giudizi, si cade, inevitabilmente nel *dilemma dell'apprezzamento*, che può essere espresso come segue: se si conosce già il livello di vitalità e di performance dell'impresa, allora si possono scegliere gli indici che meglio la esprimono; ma, in questo caso, l'uso di tali indici potrebbe apparire superfluo in quanto i ratios prescelti dovrebbero esprimere un giudizio già noto.

Oppure, se si vuole evidenziare la vitalità e la performance sulla base di un opportuno sistema di indici, è necessario conoscere *a priori* quali indicatori di prestazioni siano in grado di rivelare il livello di vitalità e di performance (Townley, 1993). Ma non è possibile definire la capacità segnaletica di un indicatore se non si è in grado di correlare i suoi valori ai livelli di vitalità e di performance che, però, non sono noti ma, al contrario, devono essere valutati.

2.2 Gli indici compositi

Accettata l'ipotesi che i *lettori esterni* del bilancio non conoscano i livelli di vitalità e di performance dell'azienda sottoposta a giudizio, ma vogliano valutarli, per uscire dal dilemma la via preferita dagli analisti di bilancio è quella di "combinare" gli indicatori ritenuti, per esperienza, dotati di maggiore potere segnaletico, per strutturare un *indice composito*, sulla cui base esprimere un giudizio globale sulla performance aziendale e sulle potenzialità future. Questo indicatore sintetico deve offrire una discreta gamma di valori significativi così che, dalla lettura del valore assunto nell'impresa analizzata, sia possibile esprimere un primo giudizio globale di sintesi, formulando un vero e proprio *check up* della fitness finanziaria ed economica e delle sue relazioni con le performance di redditività.

Da oltre un cinquantennio sono stati elaborati diversi indici compositi (Beaver, 1967); la via storicamente seguita è stata quella di condurre un'analisi *discriminatoria*, individuando un paniere di bilanci di imprese ritenute "a priori" sane, vitali e performanti, e un parallelo paniere di imprese ritenute "a priori" non sane, non vitali e non performanti, selezionando, con opportune tecniche statistiche, gli indici ritenuti significativi per *discrimi-*

minare tra imprese sane e imprese non sane, vitali o non vitali, performanti e non performanti, e, pertanto, apprezzabili e non apprezzabili. Con gli indicatori ritenuti discriminanti, pesati in modo statisticamente significativo, si costruisce un indice composito individuando alcuni valori soglia ritenuti espressivi della fitness aziendale; sulla base del valore che l'indice assume, per l'impresa analizzata, si può automaticamente pervenire a un giudizio globale di sintesi.

Il più noto indice composito è, probabilmente, lo Z-Score di Altman (1968)¹⁵, pensato come misura di EDF (Expected Default Frequency), per valutare con anticipo il rischio di fallimento delle imprese – ma ricordiamo anche quelli di Merton (Merton, 1974; Alberici, 1975; Bohn et al., 2005; Lin S. M. et al., 2007), o il KMV di Moody's¹⁶ – ma tali indicatori presentano un evidente limite: non presentano un valore assoluto e la loro validità segnaletica, ai fini dell'apprezzamento, è circoscritta alle ipotesi statistiche adottate. Sono indicatori validi per il paniere di società prescelte per la loro costruzione ma devono essere applicati con cautela per aziende non comprese nel campione e nell'ipotesi di cambiamento dello scenario economico e competitivo.

Anche in Internet sono offerti numerosi programmi per la costruzione di altri indicatori sintetici ma gli indici inclusi in essi sembrano selezionati più per intuizione e fiducia piuttosto che su solide basi di dottrina, come quelli di Basilea 2.

2.3 Un approccio alternativo. I postulati fondamentali delle analisi di bilancio

Per uscire dal dilemma dell'apprezzamento si propone un approccio alternativo che superi quello statistico o meramente intuitivo.

¹⁵ Lo Z-Score è formulato in diverse versioni; la più nota, per le società non quotate assume la seguente conformazione (Altman, 2002):

$$\begin{aligned} \text{Z-Score} = & (0,717 * \text{Capitale Circolante Netto} / \text{Totale delle Attività}) + \\ & + (0,847 * \text{Utile Non Distribuito} / \text{Totale Attività}) + \\ & + (3,107 * \text{EBIT} / \text{Totale Attività}) + \\ & + (0,420 * \text{Capitalizzazione} / \text{Totale delle Passività}) + \\ & + (0,998 * \text{Ricavi} / \text{Totale Attività}). \end{aligned}$$

¹⁶ Ci sono diverse versioni di questo indicatore (Crosbie 2002). La struttura generale considera i seguenti indici, che sono una variante, spesso con semplificazioni, degli indici tradizionali (Moody's, 2004):

- margine di struttura/immobilizzazioni materiali [indebitamento]
- (utile+imposte)/Attività [redditività]
- (utile+ammortamenti)/interessi passivi [sostenibilità degli oneri del debito]
- oneri finanziari/fatturato [sostenibilità degli oneri del debito]
- cassa/attività correnti [ATR]
- attività correnti/passività correnti [CTR]
- rotazione dei crediti commerciali
- variazione del fatturato
- totale attività

Il nuovo *framework concettuale* che vogliamo proporre è che si possano *postulare* – sulla base dell'applicazione razionale delle conoscenze aziendalmente accettate dalla dottrina – alcune *regole aziendali di "buona" gestione*, dimostrando come l'applicazione di tali regole debba necessariamente produrre dati livelli dei valori di bilancio.

Poiché i valori di bilancio sono la base per la quantificazione dei *margini* fondamentali dello stato patrimoniale (fig. 1) e del conto economico (fig. 2), da cui derivano la maggior parte dei *ratios* (fig. 3), si *postula* anche che l'applicazione delle *regole aziendali di "buona" gestione* inevitabilmente sia riflessa in *"buoni"* livelli dei margini fondamentali stessi.

Denominiamo *"postulati"* le relazioni aziendalmente logiche che, pur senza particolari verifiche empiriche, si suppone debbano manifestarsi tra i valori e i margini di bilancio in ipotesi di *"buona" gestione*; l'assenza di tali relazioni sarebbe un chiaro sintomo di *"gestione non buona"* e l'analista dovrebbe sviluppare indagini integrative.

Accettata questa logica, avanziamo l'*ipotesi* che sia possibile selezionare un paniere di indici particolarmente significativi associando a essi uno *score* che tenga conto del loro *grado di conformità* ai postulati di *"buona" gestione*; è allora possibile attuare una semplice *scoring analysis* che consenta di costruire un *indicatore globale* il cui *score* esprime la valutazione delle performance e della fitness aziendale, o in termini assoluti o in termini comparativi nel tempo o nello spazio.

Nei prossimi paragrafi saranno sintetizzate le regole di *"buona" gestione* sottese ai postulati fondamentali, distinti in:

- a. postulati relativi allo stato patrimoniale (fig. 4),
- b. postulati relativi al conto economico (fig. 5),
- c. postulati di redditività (fig. 6),

ulteriormente specificati in postulati di *struttura*, che riguardano i valori di un anno, e di *dinamica* che si riferiscono al modificarsi dei valori di due anni consecutivi.

Il Lettore potrà verificare come dai postulati traggano significato e valore segnaletico i margini e gli indici sintetizzati in fig. 3.

Prima di presentare i postulati, si ritengono necessarie alcune precisazioni. Innanzitutto, il termine *"buona" gestione* non assume un significato di giudizio sul comportamento imprenditoriale e manageriale, o di gestione valutata in base ai risultati gestionali conseguiti, ma rappresenta un modo sintetico per indicare la *gestione svolta sulla base di calcolo aziendalmente razionale*, secondo regole aziendalmente logiche, per il conseguimento e il mantenimento di condizioni di economicità durevole.

In secondo luogo, i postulati presentati nei successivi paragrafi hanno piena applicabilità alle imprese manifatturiere e, con minimi adattamenti, alle imprese mercantili. Per altre classi di aziende quali ad esempio le estrattive, di credito, di trasporto, di leasing, dello spettacolo, tanto per

citarne alcune, occorrono postulati specifici, che personalizzino le analisi di bilancio, quindi i postulati, alle loro specificità operative¹⁷.

2.4 I postulati fondamentali di stato patrimoniale (fig. 4)

Postulato 1 - SP. Il margine di tesoreria deve essere positivo.

Regole di buona gestione - Poiché il margine di tesoreria assume il significato di "cassa allargata" (cassa liquida + entrate per incasso crediti a breve – uscite per pagamento debiti a breve), una buona gestione non può che mantenere un saldo di cassa allargata positivo. O, in altri termini, una buona gestione deve mantenere normalmente parte del proprio capitale investito in forma liquida in misura tale da poter far fronte agli impegni a breve termine. Inoltre, se si suppone che i ricavi di vendita superino il costo del venduto, allora anche i crediti a breve devono superare i debiti a breve perché la buona gestione deve equilibrare i periodi di dilazione dei debiti e dei crediti di fornitura. Un allungamento del periodo di dilazione dei fornitori, accompagnata anche da un ridotto periodo di dilazione dei crediti verso clienti – come accade, ad esempio nelle imprese della grande distribuzione e in quelle di servizi – manterrebbe, in ogni caso, valido il postulato, in quanto l'incremento dei debiti a breve e la riduzione dei crediti a breve si nell'aumento delle liquidità immediate il cui ammontare si manterrebbe, pur sempre, superiore all'indebitamento a breve.

Un anomalo incremento dei debiti a breve si verificherebbe solo nell'ipotesi di acquisti di attività fisse con debito di fornitura, sintomo di mancato finanziamento tramite debiti a lunga o Equity, in contraddizione con il Postulato 3. Si consideri, infine, che parte della liquidità deriva non solo da operazioni commerciali ma anche dal cash flow operativo lordo (si rinvia alla nota 8).

Ergo, una buona gestione mantiene positivo, o non negativo, il margine di tesoreria.

Postulato 2 - SP. Il capitale circolante netto deve essere almeno pari alle passività correnti.

Regole di buona gestione – Accettato il Postulato 1, questo secondo Postulato, di fatto, afferma che una buona gestione deve, per quanto possibile, realizzare un bilanciamento tra la rotazione dei magazzini e quella

¹⁷ Le modalità di calcolo degli indici per imprese di leasing, factoring, e altre società di gestione del credito sono delineate, per es., in Carretta (1995). Quelle per le aziende editoriali, di assicurazione, di construction e leasing sono delineate in Devecchi, 1993. Le analisi di bilancio possono essere applicate anche agli enti locali, come dimostra Bellesia, 2002. In presenza di gruppi, le analisi dovrebbero svolgersi sul bilancio consolidato (Mella, 1998, Brunetti, 1995).

dei debiti di fornitura. Per la giustificazione del postulato, supponiamo la situazione semplificata che le realizzabilità siano costituite unicamente da giacenze di materie (o di merci) e che i debiti a breve siano esclusivamente debiti commerciali di fornitura. Ciò premesso, dovrebbe essere buona politica da un lato far ruotare il magazzino FIFO e, dall'altro, contemporaneamente, di ottenere una dilazione di pagamento pari al periodo medio di giacenza del magazzino. In queste ipotesi, allora, le realizzabilità sarebbero pari ai debiti a breve e, valido il Postulato 1, anche il Postulato 2 troverebbe giustificazione.

Nella pratica, si verifica, di norma, che il periodo di giacenza del magazzino sia superiore ai giorni medi di dilazione dei debiti; a ciò si aggiunga la circostanza che le realizzabilità comprendono solitamente anche rimanenze di semilavorati e di prodotti finiti, con ciò rafforzando, ancor più il Postulato 2.

Un anomalo incremento dei debiti commerciali potrebbe accompagnarsi a un ridotto valore dei magazzini ma, qualora ciò avvenisse, e la concomitanza delle due circostanze (alti debiti commerciali e ridotti magazzini) si accompagnasse a elevata liquidità (realizzo del magazzino e ritardato pagamento dei fornitori), non si sarebbe rispettata la regola di buona gestione di impiegare la liquidità derivante dalle operazioni correnti per la riduzione dell'indebitamento a breve.

Ergo, con una buona gestione l'attivo corrente è almeno doppio del passivo corrente.

Postulato 3 - SP. Il margine di struttura deve essere positivo.

Regole di buona gestione – Questo postulato trae la propria validità dalla regola di buona gestione che impone di correlare la durata degli investimenti a quella dei finanziamenti, quindi di finanziare le attività fisse, o le immobilizzazioni (sia le strumentali sia, ancor di più, le non strumentali) con capitale proprio. Se tale regola venisse applicata già in fase di costituzione, il capitale proprio iniziale sarebbe pari alle attività fisse iniziali, e possibilmente, in misura anche superiore per finanziare il primo magazzino, verificando il postulato. Se la gestione produttiva e commerciale fosse economicamente efficiente, al termine del primo esercizio si produrrebbe un utile netto, quantificato dopo avere incluso tra i costi congrue quote di ammortamento delle attività fisse.

Ciò comporterebbe, da un lato, la riduzione delle attività fisse per la parte "recuperata" tramite gli ammortamenti e, dall'altro, l'incremento del capitale proprio per l'utile prodotto, o per la parte accantonata a riserva. Il postulato sarebbe ancora verificato.

Questa conclusione si generalizza per qualunque esercizio oltre il primo. Potrebbe tuttavia rendersi necessario un nuovo investimento in atti-

vità fisse; questa operazione – quando non derivasse da necessari rinnovi, per i quali la buona gestione avrebbe dovuto accantonare la liquidità proveniente dal cash flow operativo da ammortamento o da autofinanziamento netto per riserve per rinnovamento – secondo le regole di buona gestione, dovrebbe essere nuovamente finanziata da capitale proprio. Se, a certe condizioni (Postulato 4-RE), parte degli investimenti in attività fisse risultasse, di fatto, finanziata con debiti a medio e lungo termine, il postulato potrebbe essere ritenuto “quasi” soddisfatto se il ricorso all’indebitamento, a giudizio dell’analista, fosse limitato rispetto a quello del capitale proprio.

Ergo, con una buona gestione il capitale proprio dovrebbe essere sempre superiore alle attività fisse. Considerando congiuntamente i Postulati 1 e 2 precedenti, consegue anche, inevitabilmente, che una buona gestione dovrebbe finanziare gli incrementi delle rimanenze di prodotti finiti e di semilavorati con capitale a medio lungo termine e non con indebitamento corrente.

Postulato 4 - SP. L'indebitamento rispetto all'attivo non deve aumentare nel tempo.

Regole di buona gestione – Dai Postulati 2 e 3 deriva che, per buona gestione, gli investimenti in attività immobilizzate dovrebbero essere “finanziati”, interamente o in parte consistente, con capitale proprio, mentre quelli per formare l’attivo circolante dovrebbero essere “finanziati” con passivo corrente (magazzini materie o merci) o con debiti a medio lungo termine (magazzini prodotti e realizzabilità di natura finanziaria).

Inoltre, se la gestione reddituale è buona, si produce inevitabilmente un cash flow operativo lordo sufficiente per il finanziamento di nuovi investimenti. Se tale cash flow non fosse utilizzato a questo scopo, si produrrebbe un incremento delle liquidità.

Consegue che, con una buona gestione degli investimenti e dei finanziamenti, comunque aumenti l’attivo, l’indebitamento non può aumentare in misura superiore.

Ergo, con una buona gestione il rapporto tra indebitamento e attivo non deve aumentare nel tempo.

Postulato 5 - SP. La dinamica del capitale circolante netto deve essere congrua con quella del valore della produzione.

Regole di buona gestione – Conveniamo che il valore della produzione sia composto da fatturato, incremento delle rimanenze di prodotti finiti (e assimilati) e capitalizzazioni. In condizioni di buona gestione economica, che garantisca un risultato operativo positivo, ogni incremento del fatturato, si traduce inevitabilmente in liquidità.

Ogni incremento delle rimanenze di prodotti finiti – che deriva da una maggiore produzione ottenuta rispetto a quella venduta – si traduce in un pari aumento delle realizzabilità, finanziate da debiti a medio lungo termine. La maggior produzione richiede maggiori fabbisogni di materie e ciò comporta anche un incremento delle scorte di tali fattori, per mantenere costante la durata media del magazzino, finanziato da indebitamento a breve.

Analoghe considerazioni, ma invertite nei segni, valgono in ipotesi di riduzione del valore della produzione.

Ergo, con una buona gestione, la dimensione del valore della produzione modifica in misura congrua (attendibile nelle proporzioni) anche il capitale circolante netto.

Postulato 6-SP. Il rapporto tra debiti e fatturato non deve aumentare nel tempo.

Regole di buona gestione – Il postulato appare valido in ipotesi di fatturato in crescita. Validi i postulati precedenti, ogni incremento del fatturato produce liquidità e una buona gestione la impiega o per ridurre l'indebitamento o per nuovi investimenti in realizzabilità conseguenti la crescita produttiva, evitando il ricorso all'indebitamento.

La situazione si inverte nel caso di fatturato in diminuzione in quanto la minore liquidità, da un lato, e il ridotto cash flow operativo in caso di perdite di esercizio, dall'altro, impedirebbero di ridurre l'indebitamento a medio e lungo termine.

Questa situazione, tuttavia, si genererebbe solo se la gestione economica, non efficiente, non riuscisse a conseguire adeguati livelli di reddito e di ammortamento e fosse anche costretta a svalutare gli assets. In questa ipotesi, si potrebbe anche generare un incremento dell'indebitamento ma una buona gestione dovrebbe far fronte a periodi di scarsa economicità con adeguate ricapitalizzazioni.

Ergo, se una buona gestione producesse un incremento del fatturato, in condizioni di economicità, l'indebitamento aumenterebbe in misura inferiore a quello del fatturato.

Fig. 4 - I sei postulati fondamentali per le analisi dello stato patrimoniale.

POSTULATI DI STRUTTURA DI SP		
Postulato 1-SP	Il margine di tesoreria deve essere positivo; ovvero, le liquidità devono sempre essere sufficienti a coprire le passività correnti	$LI + LD \geq PC$
Postulato 2-SP	Il capitale circolante netto deve essere almeno pari alle passività correnti; ovvero, l'attivo corrente deve essere più del doppio del passivo corrente	$(LI+LD+RD) \geq 2PC$
Postulato 3-SP	Il margine di struttura deve essere positivo; ovvero, le attività fisse di struttura devono trovare copertura nel capitale proprio	$PN \geq AF$

POSTULATI DI DINAMICA DI SP		
Postulato 4-SP	L'indebitamento rispetto all'attivo non deve aumentare nel tempo	FP/ATT = in riduzione
Postulato 5-SP	La dinamica del capitale circolante netto deve essere congrua con quella del valore della produzione	CCN/ VDP = costante
Postulato 6-SP	Il rapporto tra debiti e fatturato non deve aumentare nel tempo	FP/VDP = in riduzione

2.5 I postulati fondamentali di conto economico (fig. 5)

Postulato 1 - CE. Il risultato netto d'esercizio deve essere positivo.

Regole di buona gestione – Un risultato netto positivo è il sintomo più conciso di buona gestione.

Ergo, si suppone che una buona gestione produca, in ogni caso, un risultato netto positivo.

Postulato 2 - CE. Il risultato operativo deve essere maggiore degli interessi passivi (e degli altri oneri finanziari).

Regole di buona gestione – Il risultato netto si quantifica detraendo dal risultato operativo gli interessi passivi, le imposte di competenza e i proventi e oneri non tipici (PONT). Se i PONT avessero segno avere (proventi operativi maggiori degli oneri operativi), si quantificherebbe un utile anche in ipotesi di risultato operativo non sufficiente a coprire gli oneri finanziari e le imposte.

Se interpretiamo il risultato operativo come il risultato tipico della gestione reddituale, è regola di buona gestione che il risultato operativo abbia una dimensione tale da dare sempre copertura ai costi finanziari (e, possibilmente, dei tributari), indipendentemente dal segno e dall'ammontare dei PONT.

Ergo, una buona gestione produce un risultato operativo sempre sufficiente a coprire gli oneri finanziari (e tributari).

Postulato 3-CE. Il saldo tra gli eventuali proventi e oneri non tipici deve avere segno dare.

Regole di buona gestione – Dai Postulati 1 e 2 deriva che se il conto economico accogliesse anche i PONT, questi (come saldo tra oneri e proventi non tipici) dovrebbero avere segno *dare*. La buona gestione deve, infatti, condurre la gestione reddituale caratteristica con livelli di economicità tali da produrre un risultato operativo sufficiente – oltre che a dare copertura agli oneri finanziari (e tributari) – a coprire anche gli oneri non tipici (minusvalenze, insussistenze, svalutazioni, ecc) eccedenti i proventi non tipici

(plusvalenze, sopravvenienze, ecc). Nell'opposto caso, ove i PONT avessero saldo *avere*, per la preponderanza di proventi non tipici sugli oneri non tipici, sarebbe, comunque opportuno che l'utile netto fosse superiore ai PONT, dimostrando di derivare, almeno in parte, dal risultato operativo.

Ergo, una buona gestione non dovrebbe produrre utile netto con i PONT con saldo *avere*, ma dovrebbe derivare dal risultato operativo coperti i PONT con saldo *dare*.

Postulato 4-CE. I costi variabili non devono aumentare più del valore della produzione.

Regole di buona gestione – Quando la produzione richiede il sostenimento di costi variabili e fissi, la buona gestione cerca di aumentare l'economicità aumentando il MOL, sia controllando i costi unitari dei fattori diretti variabili e i prezzi di vendita dei prodotti, sia cercando di massimizzare il tasso di impiego della capacità produttiva.

Ogni incremento dei costi variabili unitari – realizzato o prevedibile – deve essere “scaricato” sui prezzi di vendita; simmetricamente, ogni riduzione dei prezzi deve poter esser compensato da una riduzione dei costi variabili unitari.

Ergo, una buona gestione mantiene costante la percentuale di costi variabili rispetto al valore della produzione e, se possibile, la riduce.

Postulato 5-CE. Il cash flow operativo lordo non deve ridursi nel tempo rispetto al fatturato.

Regole di buona gestione – Accettato il Postulato 4, appare consequenziale che la buona gestione ricerchi l'aumento del fatturato a condizione che si produca, possibilmente, anche un incremento del margine operativo lordo che, oltre a dare copertura ai costi fissi, secondo correlazione, aumenti il risultato operativo e, in forza di precedenti Postulati 1, 2, e 3, anche il risultato netto. Da ciò consegue che un aumento del fatturato deve necessariamente produrre anche un maggior cash flow operativo.

Ergo, una buona gestione dovrebbe sviluppare il fatturato senza penalizzare il cash flow operativo.

Postulato 6-CE. Il rapporto tra oneri finanziari e fatturato non deve aumentare nel tempo.

Regole di buona gestione – Ogni incremento di fatturato (Postulato 1-RE) che comporti un'espansione della capacità produttiva necessariamente richiede anche un aumento dei magazzini e degli investimenti in nuova capacità produttiva. Se la buona gestione finanziasse l'incremento della ca-

pacità tramite capitale proprio, come supposto dal Postulato 3-SP, allora gli oneri finanziari incrementativi deriverebbero dai maggiori finanziamenti a medio termine per adeguare i magazzini. Ergo, la crescita del fatturato non deve fare lievitare gli oneri finanziari connessi all'espansione industriale (capacità) ma solo quelli connessi all'espansione commerciali (magazzini). Una crescita più che proporzionale degli oneri finanziari deriverebbe unicamente dal finanziamento delle maggiori attività fisse con prestiti anziché con capitale proprio.

Ergo, una buona gestione incrementa il fatturato senza ricorrere a prestiti onerosi per gli investimenti in capacità eventualmente richiesti non aumentando il rapporto tra oneri finanziari e fatturato.

Fig. 5 - I sei postulati fondamentali per le analisi del conto economico.

POSTULATI DI STRUTTURA DI CE		
Postulato 1-CE	Il risultato netto d'esercizio deve essere positivo	$RN > 0$
Postulato 2-CE	Il risultato operativo deve essere maggiore degli interessi passivi e degli oneri finanziari	$RO \geq IP$
Postulato 3-CE	Il saldo tra gli eventuali proventi e oneri non tipici deve avere segno dare	$PONT \leq 0$ Ovvero $ONT \geq PNT$

POSTULATI DI DINAMICA DI CE		
Postulato 4-CE	I costi variabili non devono aumentare più del valore della produzione	$CV/VDP =$ in riduzione
Postulato 5-CE	Il cash flow operativo lordo non deve ridursi nel tempo rispetto al fatturato	$KFO/VDP \approx$ costante
Postulato 6-CE	Il rapporto tra oneri finanziari e fatturato non deve aumentare nel tempo	$IP/VDP =$ in riduzione

2.6 I postulati fondamentali di redditività (fig. 6)

Postulato 1-RE. Il valore della produzione deve aumentare nel tempo.

Regole di buona gestione – La buona gestione deve sempre sviluppare una politica di crescita, attuando strategie per rimodulare il portafoglio dei propri business secondo le regole del Boston Consulting Group, sostituendo prodotti *dog* con prodotti *star*. In caso di impossibilità di sostituire prodotti *star* ai *dog*, si potrebbe, temporaneamente, verificare una riduzione del valore della produzione ma la buona gestione dovrebbe prontamente ridurre il gap. Ergo, una buona gestione deve porsi l'obiettivo di crescita della produzione, con una efficiente strategia di portafoglio.

Postulato 2 - RE. La produttività, intesa come fatturato o valore aggiunto per dipendente, deve aumentare nel tempo.

Regole di buona gestione – La buona gestione, oltre che una politica di sviluppo, deve porsi anche una politica di incremento continuo dell'efficienza produttiva, essendo vitale migliorare continuamente la produttività del lavoro, oltre che il tasso di utilizzo della capacità produttiva.

Ergo, una buona gestione correla l'incremento della produzione a un miglioramento della produttività.

Postulato 3 - RE. Il ROC non deve ridursi.

Regole di buona gestione – La buona gestione non solo deve incrementare il valore della produzione, la produttività e il tasso di utilizzo della capacità produttiva, ma deve anche, contemporaneamente, aumentare l'efficienza esterna, di mercato, negoziando sempre minori prezzi dei fattori diretti e sempre migliori prezzi per i propri prodotti.

Il ritorno sul costo (ROC) testimonia il complessivo sforzo del miglioramento dell'efficienza interna, produttiva, e dell'efficienza esterna, di mercato.

Ergo, una buona gestione deve aumentare la produzione e le vendite migliorando anche la propria efficienza interna ed esterna.

Postulato 4 - RE. È conveniente utilizzare la leva finanziaria se lo spread è positivo.

Regole di buona gestione – La buona gestione deve operare per aumentare la redditività, cercando, nel contempo, di ridurre i rischi per il soggetto economico portatore di Equity.

L'utilizzo della leva finanziaria (Debit/Equity) produce entrambi gli effetti ma a condizione che lo spread rimanga positivo durevolmente. Inoltre, a queste condizioni, si riduce il costo medio del capitale investito (WACC) (Mella, 2005) aumentando l'EVA (valore economico prodotto) (Stewart, 1991).

Ergo, una buona gestione – pur evitando la sottocapitalizzazione, in linea di principio (Postulato 3-SP) – quando lo spread è previsto stabilmente positivo ricorre alla leva finanziaria per incrementare il ROE oltre il ROI.

Postulato 5 - RE. La redditività del capitale netto deve superare il costo del capitale di prestito.

Regole di buona gestione – Questo postulato trae la sua giustificazione dalla constatazione che, pur condividendo lo stesso rischio dell'investimento

economico aziendale, i portatori di Equity sopportano un rischio finanziario superiore a quello dei portatori di capitale a titolo di prestito. Conseguenza che una buona gestione non può produrre un rendimento per i portatori di Equity, sottoposti a rischio assoluto, in misura inferiore a quello negoziato con i portatori di prestiti, sottoposti a rischio relativo.

Ergo, il rendimento dell'Equity deve essere superiore a quello del Debit.

Postulato 6 - RE. La leva finanziaria deve ridursi se $ROE < ROD$.

Regole di buona gestione – Dal Postulato 4-RE deriva che se, stabilmente, risulta $ROI > ROD$, la buona gestione deve aumentare la leva finanziaria. Dalla relazione Modigliani-Miller, deriva che se lo spread è negativo, il ROE scende al di sotto del ROD. In questa ipotesi, la buona gestione deve necessariamente porsi l'obiettivo di ridurre la leva finanziaria (rinegoziazione dei debiti, ricapitalizzazione, autofinanziamento, ecc).

Ergo, in ipotesi di spread negativo, il ROE scende al di sotto del ROD e, la buona gestione deve porre in atto azioni per ridurre la leva finanziaria.

Fig. 6 - I sei postulati fondamentali per le analisi dell'economicità e redditività.

POSTULATI DI ECONOMICITÀ		
Postulato 1-RE	Il valore della produzione deve aumentare nel tempo	$\Delta VDP > 0$
Postulato 2-RE	La produttività, intesa come fatturato per dipendente, deve aumentare nel tempo	$\Delta(VDP/Ndip) > 0$
Postulato 3-RE	Il ROC non deve ridursi	$\Delta ROC \geq 0$
POSTULATI DI REDDITIVITÀ		
Postulato 4-RE	È conveniente utilizzare la leva finanziaria se lo spread è positivo	$ROI - ROD > 0$
Postulato 5-RE	La redditività del capitale netto deve superare il costo del capitale di prestito	$ROE - ROD > 0$
Postulato 6-RE	La leva finanziaria deve ridursi se $ROE > ROD$	$DDER < 0$

2.7 Un indice composito fondato sui postulati fondamentali

Il nuovo *framework* teorico, fondato sui postulati fondamentali di struttura e di dinamica dello stato patrimoniale (fig. 4) e del conto economico (fig. 5), insieme con i postulati di economicità e di redditività (fig. 6), consente di costruire, pur senza ricorrere all'analisi di sensitività, un indi-

¹⁸ Già abbozzato in Mella (1998).

ce *composito* (che denomineremo Indice-M¹⁸) tramite il quale attuare una prima valutazione *sintetica* della performance e della fitness dell'impresa indagata.

L'Indice-M viene costruito accogliendo le regole enunciate nei postulati fondamentali. A ciascun *ratio*, che i postulati considerano significativo di una buona performance e di una struttura economica e finanziaria equilibrata, viene assegnato un punteggio diversificato a seconda del valore che esso assume, come indicato nella Tabella 1. I punteggi dei diversi indici sono sommati per ottenere uno *score* globale impiegabile per un check up veloce.

Il primo *ratio* ritenuto significativo di una struttura patrimoniale equilibrata è il *rapporto di copertura netta delle immobilizzazioni* vale a dire, il rapporto (PN/AF); i punteggi assegnati a tale rapporto sono indicati nelle righe da 1 a 5. Per il postulato n. 3 della struttura dello stato patrimoniale, tale indicatore dovrebbe assumere un valore ottimale maggiore dell'unità; a tale valore è stato assegnato il punteggio di 10 (riga 1), da aumentare di altri 5 punti se tale indicatore arriva a superare addirittura il valore di 1,5. Se la copertura è inferiore a 1, ma comunque superiore a 0,8, si è in presenza di una situazione leggermente squilibrata ma del tutto accettabile come normale; a tale valore dell'indice è stato assegnato il punteggio di 5 (riga 2). Per una copertura inferiore 0,5 si assegna un punteggio pari a 0, a indicare una struttura gravemente squilibrata per mancanza di solidità patrimoniale (riga 3). Il valore assegnato viene raddoppiato, aggiungendo lo stesso punteggio nella riga 4 se l'indice cresce rispetto al valore dell'anno precedente. Nella riga 5 sono previsti punteggi negativi nel caso di peggioramento dell'indice rispetto all'anno precedente. Per punteggi superiori a 0,5 ma inferiori a 0,8 si lascia all'analista decidere il punteggio scegliendo tra 5 e 0.

Gli altri due indicatori significativi dell'equilibrio della struttura patrimoniale sono il *quick test ratio* e il *current test ratio* i cui punteggi sono indicati rispettivamente alle righe 6-10 e 11-15; per assegnare i punteggi sono stati impiegati criteri analoghi a quelli adottati per la copertura delle immobilizzazioni, tenendo conto del fatto che il QTR dovrebbe assumere un valore normale almeno pari a 1 (per il postulato n. 1 di stato patrimoniale) mentre il CTR dovrebbe assumere un valore normale almeno pari a 2 (per il postulato n. 2 di stato patrimoniale).

Nel gruppo di righe da 16 a 24 si considerano gli indicatori di redditività insieme con altri indicatori segnaleitici della situazione strutturale del conto economico.

Alla riga 16 è descritta la situazione in cui il ROI è positivo e, in più, si è in presenza di uno *spread* (ROI-ROD) parimenti positivo, con una *leva finanziaria* maggiore dell'unità (impresa indebitata); in questo caso il punteggio è eccellente, pari a 10; tali condizioni indicano, infatti, la volontà e il calcolo razionale di convenienza del management di sfruttare gli effet-

ti della *leva finanziaria* in presenza di uno *spread* vantaggioso. Se, in più, malgrado le *spread* positivo, il management contenesse l'indebitamento, producendo un DER minore dell'unità (il capitale proprio supera l'indebitamento), allora la struttura apparirebbe ancora più solida; per questo si aggiungerebbe un ulteriore punteggio di 5.

Alla riga 17 viene indicata la situazione nella quale lo *spread* è negativo ma l'indebitamento è contenuto ($DER < 1$); questa situazione viene valutata con un punteggio di 5, ridotto a 0 se l'indebitamento fosse elevato.

La riga 18 evidenzia una situazione assolutamente negativa; se il risultato operativo fosse negativo non sarebbe nemmeno necessario considerare la redditività; questo solo dato sarebbe sufficiente ad assegnare il punteggio negativo, segno di grave squilibrio nella struttura del conto economico.

Un indicatore importante di dinamica del conto economico è il rapporto tra *oneri finanziari* e *valore della produzione*; se esso migliora rispetto all'anno precedente, assegnare lo stesso punteggio dato nelle righe da 16 a 18 a seconda delle situazioni indicate in tali righe. Un punteggio negativo di 5 (riga 21) si assegnerebbe in caso di aumento di IP/VDP .

Alla riga 22 si contempla l'ipotesi di miglioramento del rapporto tra *debiti* e *valore della produzione* (postulato 6 di stato patrimoniale). Se non vi è miglioramento assegnare un punteggio nullo oppure a scelta dell'analista di -5.

Anche l'espansione del *valore della produzione* è un indicatore significativo della situazione economica dell'impresa; nella riga 23 sono indicati i punteggi assegnati a tale indicatore.

Nella riga 24 si considera, in altra forma, il postulato n. 4 del conto economico (i *costi variabili* non devono aumentare più di quanto non aumenti il *valore della produzione*); se il $MOL = VDP - CV$ aumenta, allora il postulato n. 4 è rispettato e si possono assegnare i punteggi previsti alla riga 24. Se il MOL si riduce dall'anno precedente, con squilibrio della struttura del conto economico, si assegna un punteggio negativo.

Occorre ribadire che i punteggi indicati nelle righe da 19 a 25 devono essere assegnati a seconda del punteggio in precedenza assegnato in una delle righe 16 oppure 17 oppure 18.

Un altro indicatore importante è rappresentato dal PONT, che, come indicato dal postulato n. 3 del conto economico, dovrebbe essere negativo. Se l'impresa presentasse un utile netto ($RN > 0$) e se contemporaneamente il PONT fosse negativo, cioè se gli oneri non tipici (ONT) superassero i proventi non tipici (PNT), allora risulterebbe $RO > PONT$ e tutto RN deriverebbe dal valore della produzione. Questa situazione sarebbe segno di buona struttura economica, in quanto gli utili deriverebbero dalla produzione, non dai proventi non tipici; a essa si assegna il punteggio di 10 (riga 26).

Se il PONT fosse positivo, ma comunque inferiore di molto a RN, allora si assegnerebbe il punteggio di 5 (riga 27). Il punteggio nullo (riga 28) sa-

rebbe assegnato se il PONT fosse positivo e se tutto l'utile netto fosse prodotto dal PONT stesso. Una penalizzazione di 5 punti sarebbe necessaria se il PONT fosse superiore addirittura al PRE-TAX-PROFIT (riga 28).

Analoga penalizzazione sarebbe necessaria se il risultato netto fosse negativo pur in presenza di un PONT positivo (riga 29).

Nelle righe 30 e 31 si considerano le ipotesi di miglioramento o di peggioramento rispetto all'anno precedente. A seconda dell'ipotesi osservata occorre premiare o penalizzare il punteggio assegnato nelle situazioni prospettate nelle righe da 26 a 29.

Le righe 32 e 33 evidenziano i punteggi assegnati a due rilevanti indicatori di dinamica: il *cash flow operativo* e la *durata media del processo*.

È importante osservare che le nozioni di *miglioramento* e di *peggioramento*, cui si fa riferimento nella Tabella 1 per assegnare i punteggi, non devono essere considerate in termini semplicemente algebrici; l'analista deve valutare non solo il segno ma anche l'entità delle variazioni. Per es. con una riduzione del 20% del VDP, un aumento del 5% della durata media del processo produttivo (riga 33) potrebbe non essere giudicato come un peggioramento.

Nell'ipotesi ottimale, il punteggio totale dell'Indice-M dovrebbe essere almeno pari a 140 e ciò sarebbe indicazione di una struttura patrimoniale, finanziaria ed economica eccellente (riga 34).

Nelle righe da 35 a 40 sono indicati alcuni giudizi che conseguono dall'osservazione del punteggio totale dell'indice.

L'analista dovrebbe, comunque, impiegare la propria esperienza professionale per rendere congrui i giudizi in relazione ai punteggi dell'Indice-M.

Un semplice programma in Excel consente di svolgere il check up unicamente richiedendo l'inserimento dei bilanci di almeno due anni consecutivi.

Tab. 1 - Un semplice indice composito per un veloce check up aziendale

n.ro	INDICI ASSUNTI COME SIGNIFICATIVI	Punti	Punti	Punti
1	PN/AF = indice cop. immob > 1 (+5 se >1,5)	10		
2	PN/AF = indice cop. immob » 0,8		5	
3	PN/AF = indice cop. immob < 0,5			0
4	se cresce da anno precedente	10	5	0
5	se decresce da anno precedente	-5	-5	-5
6	QTR = LT/PC > 1 (+5 se >1,5)	10		
7	QTR = LT/PC » 0,8		5	
8	QTR = LT/PC < 0,5			0
9	se cresce da anno precedente	10	5	0
10	se decresce da anno precedente	-5	-5	-5
11	CTR = AC/PC > 2 (+5 se >2,2)	10		

12	CTR = AC/PC»1,5			5	
13	CTR = AC/PC » 1				0
14	se cresce da anno precedente		10	5	
15	se decresce da anno precedente		-5	-5	-5
16	ROI >0 e (ROI-ROD) > 0 e DER >1 (aggiungere +5 se DER<1)		10		
17	ROI >0 e (ROI-ROD) < 0 e DER <1 oppure 0 se DER >1			5	
18	RO < 0				-5
19	se (ROI - ROD)>0 migliora da anno precedente		10	5	0
20	se (IP/ VDP) si riduce da anno precedente		10	5	0
21	se (IP/ VDP) aumenta da anno precedente		-5	-5	-5
22	se (D/ VDP) migliora da anno precedente oppure 0 o -5 se non migliora		10	5	0
23	se VDP aumenta da anno precedente oppure 0 o -5 se non aumenta		10	5	0
24	se MOL aumenta da anno precedente		10	5	0
25	se MOL si riduce da anno precedente		-5	-5	-5
26	RN > 0 e PONT < 0 (ONT>PNT)		10		
27	RN > 0 e PONT > 0 ma PONT < RN			5	
28	RN > 0 e PONT > 0 ma RN < PONT < RN+IT (-5 se PONT > RN+IT)				0
29	RN < 0 e PONT < 0 (-5 se PONT>0)				0
30	se PONT migliora da anno precedente		10	5	0
31	se PONT peggiora da anno precedente		-5	-5	-5
32	se KFO/ VDP non peggiora altrimenti 0		10	5	0
33	se durata media del processo non peggiora		10	5	0
34	punteggio totale dell'indice P		160	80	0
35	impresa eccezionale se il valore dell'indice è	>140			
36	impresa ottima se il valore dell'indice è	>120			
37	impresa buona se il valore dell'indice è	>90			
38	impresa normale se il valore dell'indice è	>50			
39	impresa in pericolo se il valore dell'indice è	>30			
40	impresa da ristrutturare se l'indice è oppure decotta se l'indice è negativo	0/30			

3. Discussione e conclusioni

3.1 Caratteri dell'Indice-M

L'Indice-M, descritto al paragrafo 2.6, non è fondato su un'analisi discriminativa attuata con metodologia statistica, ma sull'applicazione dei postulati fondamentali indicati nelle figure 4, 5 e 6; la sua validità, pertanto, discende dall'accettazione di tali postulati.

Proprio per questo, basandosi su considerazioni logiche valide in assoluto, e non solo su calcoli statistici svolti su un campione, l'indice ha applicabilità generale e il suo valore non dipende dai bilanci del prescelto paniere di aziende. Esso, inoltre, proprio in quanto costruito considerando un numero significativo di *ratios* idonei a testare sia la struttura patrimoniale finanziaria e reddituale dell'impresa, sia le condizioni di economicità e di redditività, non ha una funzione unicamente predittiva del rischio finanziario di insolvenza ma rappresenta un vero e proprio *check up veloce* aziendale, conseguendo il più ampio obiettivo di esprimere una valutazione globale e sintetica della redditività (performance) nonché dell'economicità, della struttura produttiva e della struttura patrimoniale-finanziaria (fitness) dell'impresa, considerata come un sistema vitale, destinato a perdurare. Per quanto costruito in modo logico, l'Indice-M, come tutti gli altri indici elaborati dalle analisi di bilancio, deve essere utilizzato dall'analista con discernimento e professionalità, nella consapevolezza delle peculiarità strutturali dell'indice:

1. Il punteggio assegnato agli indicatori (10 punti, oppure 5, oppure 0) è soggettivo; anche il punteggio 2 oppure 1 oppure 0, o qualunque altro che discriminasse tra le tre possibilità, potrebbe essere ugualmente accettabile; cambiando il punteggio di ogni indice occorre anche modificare il punteggio per la valutazione finale.
2. I punteggi da aggiungere, in caso di miglioramento di un indice rispetto all'anno precedente, dipendono dal punteggio base assegnato all'indice (si è scelto di aggiungere 10 se il punteggio era 10, oppure 5 se il punteggio era 5, oppure 0 se era 0).
3. Le condizioni di miglioramento o peggioramento di un indice devono essere valutate tenuto conto dell'entità della variazione rispetto al valore dell'anno precedente.

Occorre osservare esplicitamente che i risultati ottenuti con il *check up veloce* hanno, pur sempre, valore diagnostico relativo, anche se rappresentano un dato rilevante per valutare se vi sia necessità di approfondire le analisi.

Un esempio di applicazione dell'Indice-M è presentato nell'Appendice 1.

3.2 Validazione dell'Indice-M

Per quanto l'indice composito tragga la sua validità dall'accettazione dei postulati prescelti, abbiamo impiegato due diverse forme di validazione. Sono stati, innanzitutto, confrontati i risultati dell'Indice-M, calcolati impiegando il software da noi appositamente costruito sui valori della Tabella 1, con quelli dello z-score di Altman – elaborato da MKT Srl, società che opera nel campo degli applicativi per "l'ufficio interattivo" – impie-

¹⁹ I bilanci sono alla pagina: <http://www.mkt.it/pub/basilea2/rating/valutazione-basilea2.htm>.

gando i dati dei bilanci utilizzati da MKT Srl¹⁹.

Nel web non vi sono esempi, corredati di calcoli, di applicazione dell'indice Altman. Abbiamo fatto riferimento all'unico esempio nel quale siano pubblicati, purtroppo in forma anonima, i bilanci utilizzati; in nota è riportato il sito che svolge l'analisi.

I risultati ottenuti sono i seguenti:

- anno 2005 – Score indice Altman: 3,753. Probabilità di fallimento: bassa
– Score Indice-M: 80. Giudizio globale: normale
- anno 2004 – Score indice Altman: 3,803. Probabilità di fallimento: bassa
– Score Indice-M: 140. Giudizio globale: ottimo
- anno 2003 – Score indice Altman: 4,182. Probabilità di fallimento: bassa
– Score Indice-M: non calcolabile per mancanza dati
- anno 2002

La corrispondenza tra i risultati è del tutto evidente ma l'Indice-M sembra diversificare meglio il giudizio rispetto all'indice Altman.

La seconda procedura per validare l'indice sintetico è più sofisticata.

Nell'Appendice 2, abbiamo costruito i bilanci di 4 ipotetiche aziende, denominate ALFA, BETA, GAMMA e DELTA, per 3 anni, che presentassero chiare e indubitabili differenti strutture patrimoniali e risultati economici, e dinamiche migliorative e peggiorative di tali strutture nel corso del triennio:

- Azienda ALFA: struttura pessima e in peggioramento
- Azienda BETA: struttura negativa ma in miglioramento
- Azienda DELTA: struttura positiva ma in peggioramento
- Azienda GAMMA: struttura ottima e in miglioramento

Abbiamo calcolato l'indicatore sintetico per ciascuna azienda, allo scopo di verificare dalla simulazione che vi fosse una corrispondenza tra qualità ipotizzata dell'azienda, rivelata dai dati dei suoi bilanci, e qualità rivelata dall'Indice-M

I risultati sono sintetizzati nella Tabella 2 dalla quale appare una stretta corrispondenza tra supposta qualità della struttura aziendale e risultati ottenuti dall'Indice-M che, pertanto, appare validato – quanto meno sul piano della coerenza tra indicazioni attese e risultati forniti – avendo l'indice quantificato un alto punteggio quando applicato a bilanci volutamente costruiti in ipotesi di buona gestione, e un punteggio sempre più modesto quanto più la gestione si è supposta degradata.

Riteniamo che l'Indice-M possieda anche potere predittivo dello stato di difficoltà economica e finanziaria dell'impresa analizzata ma, per dimostrarlo, sono necessarie ulteriori ricerche, seguendo la logica di Altman; vale a dire, applicando l'Indice-M, su base sistematica, per un arco temporale adeguato di almeno N=5 anni, a un campione di imprese ancora sane e vitali al termine di N e a un campione di imprese estinte per fallimento al termine del periodo.

L'analisi dei risultati ottenuti dall'Indice-M per i due campioni consentirebbe, da un lato, di accertare il potere predittivo dell'indice nella sua attuale struttura e, dall'altro, di rimodulare i pesi per rendere massimo il potere predittivo.

Tab. 2 – I risultati della validazione dell'Indice-M. Sotto lo score è indicato il giudizio corrispondente

	anno 1	anno 2	anno 3
ALFA	-	<u>-45,00</u>	<u>-50,00</u>
Fortemente negativa con andamento peggiorativo		<u>Decotta</u>	<u>Decotta</u>
BETA	-	<u>-20,00</u>	<u>15,00</u>
Negativa con andamento migliorativo		<u>Decotta</u>	<u>Da ristrutturare</u>
GAMMA		90,00	35,00
Positiva con andamento peggiorativo		<u>Normale</u>	<u>In pericolo</u>
DELTA	-	<u>100,00</u>	<u>125,00</u>
Fortemente positiva con andamento migliorativo		<u>Buona</u>	<u>Ottima</u>

Appendice 1 - Un esempio di check up veloce

Consideriamo, a titolo di esempio, i bilanci per tre anni consecutivi, ri-classificati come indicato nella Tabella A-1.

L'impresa nell'anno 1 denota una situazione economica disastrosa: il reddito operativo è alquanto modesto e tanto l'utile netto quanto le imposte e gli interessi attivi sono coperti dal PONT. La liquidità è insufficiente.

Nel secondo anno, la situazione peggiora ulteriormente e si attuano interventi di ristrutturazione che portano all'acquisto di nuovi macchinari utilizzando in parte risorse reperite cedendo immobilizzazioni finanziarie.

Nel terzo anno tali interventi portano i loro frutti e l'azienda ritorna a una situazione normale.

La Tabella A-2 espone tutti gli indici calcolati per i tre anni, disponendoli in parallelo. Per ogni indice vengono altresì determinate percentuali di incremento o di decremento rispetto al valore assunto nell'anno precedente.

La Tabella A-3 evidenzia il check up per ciascuno dei tre anni. Per l'anno 1 il check up deve essere considerato con prudenza in quanto alcuni indicatori di miglioramento o di peggioramento rispetto all'anno precedente non sono calcolabili.

I punteggi sono assegnati ai vari anni secondo le indicazioni previste alla Tabella 1.

Dal giudizio finale traspare chiaramente la situazione di estremo squilibrio presente nei primi due anni e il positivo risultato del tentativo di risanamento nel terzo anno.

Tab. A-1 - Un check up veloce. I bilanci riclassificati.

STATO PATRIMONIALE ANNO =				1		CONTO ECONOMICO ANNO =				1	
INVEST.	LIT	%	FINANZ.	LIT	%	CDP	LIT	%	VDP	LIT	%
LI	50	1,05	PC	800	16,84	CONS. M	3300	41,25	RICAVI	7000	87,50
LD	700	14,74	QUOTE PF	100	2,11	CONS S	600	7,50	d MAG	500	6,25
RD	600	12,63	TOT PC	900	18,95	COSTO L	2500	31,25	CAPIT		0,00
TOT AC	1350	28,42	PF	2550	53,68	COSTO I	1000	12,50	VDP	7500	93,75
II	400	8,42	TFR	200	4,21	CDP	7400	92,50	PONT	500	6,25
IM	2400	50,53	TOT PF	2750	57,89	PONT		0,00			
IF	600	12,63	CN	1000	21,05	IP	350	4,38			
TOT AF	3400	71,58	UTILE	100	2,11	IT	150	1,88			
			TOT CN	1100	23,16	RN	100	1,25			
T. ATT.	4750	100	T. PASS	4750	100	TOT	8000	100	TOT	8000	100

STATO PATRIMONIALE ANNO =				2		CONTO ECONOMICO ANNO =				2	
INVEST.	LIT	%	FINANZ.	LIT	%	CDP	LIT	%	VDP	LIT	%
LI	50	1,04	PC	1200	25,00	CONS. M	3400	41,98	RICAVI	7500	92,59
LD	700	14,58	QUOTE PF	100	2,08	CONS S	600	7,41	d MAG	200	2,47
RD	750	15,63	TOT PC	1300	27,08	COSTO L	2600	32,10	CAPIT		0,00
TOT AC	1500	31,25	PF	1950	40,63	COSTO I	1200	14,81	VDP	7700	95,06
II	300	6,25	TFR	400	8,33	CDP	7800	96,30	PONT	400	4,94
IM	3000	62,50	TOT PF	2350	48,96	PONT		0,00			
IF		0,00	CN	1100	22,92	IP	200	2,47			
TOT AF	3300	68,75	UTILE	50	1,04	IT	50	0,62			
			TOT CN	1150	23,96	RN	50	0,62			
T. ATT.	4800	100	T. PASS	4800	100	TOT	8100	100,00	TOT	8100	100

STATO PATRIMONIALE ANNO =				3		CONTO ECONOMICO ANNO =				3	
INVEST.	LIT	%	FINANZ.	LIT	%	CDP	LIT	%	VDP	LIT	%
LI	300	7,14	PC	800	19,05	CONS. M	4500	47,87	RICAVI	9000	95,74
LD	500	11,90	QUOTE PF	100	2,38	CONS S	800	8,51	d MAG	400	4,26
RD	900	21,43	TOT PC	900	21,43	COSTO L	2200	23,40	CAPIT		0,00
TOT AC	1700	40,48	PF	1350	32,14	COSTO I	1200	12,77	VDP	9400	100,00
II		0,00	TFR	600	14,29	CDP	8700	92,55	PONT		0,00
IM	2500	59,52	TOT PF	1950	46,43	PONT	150	1,60			
IF		0,00	CN	1150	27,38	IP	150	1,60			
TOT AF	2500	59,52	UTILE	200	4,76	IT	200	2,13			
			TOT CN	1350	32,14	RN	200	2,13			
T. ATT.	4200	100	T. PASS	4200	100	TOT	9400	100	TOT	9400	100

Tab. A-2 - Indicatori generali comparativi - Riferimento ai bilanci della Tab. A-1.

	ANNO	1	ANNO	2	Delta su anno 1	ANNO	3	Delta su anno 2
MARGINI								
ML=MT	-150	-3,16	-550	-11,46	-266,7%	-100	-2,38	81,8%
MD = CCN	450	9,47	200	4,17	-55,6%	800	19,05	300,0%
MS netto	-2300	-48,42	-2150	-44,79	6,5%	-1150	-27,38	46,5%
Ms lordo	450	9,47	200	4,17	-55,6%	800	19,05	300,0%
FP=PC+PF	3650	76,84	3650	76,04	0,0%	2850	67,86	-21,9%
KFO=RN+CI	1100	0,15	1250	0,16	13,6%	1400	0,15	12,0%
VDP	7500		7700		2,7%	9400		22,1%
RICAVI	7000		7500		7,1%	9000		20,0%
VA	3600	48,0%	3700	48%	2,8%	4100	44%	10,8%
MC=MOL	1100	14,7%	1100	14%	0,0%	1900	20%	72,7%
RO	100	1,3%	-100	-1%	-200,0%	700	7%	800,0%
RN	100		50		-50,0%	200		300,0%
RN*	-250		-300		-20,0%	550		283,3%
PONT	500		400		-20,0%	-150		-137,5%
PONT- RN	400		350		-12,5%	NO SENSE		
RN+IT	250		100		-60,0%	400		300,0%

Un nuovo framework per le analisi di bilancio un "check-up veloce" con l'indice-M

RN/RN*	-0,40		-0,17		58,3%	0,36		318,2%
CV	6400		6600		3,1%	7500		13,6%
CF	1000		1200		20,0%	1200		0,0%
cv%	85,33%		85,71%		0,4%	79,79%		-6,9%
mc%	14,67%		14,29%		-2,6%	20,21%		41,5%
CV/CF	6,40		5,50		-14,1%	6,25		13,6%
LIQUIDITÀ								
ATR	0,06		0,04		-30,8%	0,33		766,7%
QTR	0,83		0,58		-30,8%	0,89		54,1%
CTR	1,50		1,15		-23,1%	1,89		63,7%
SOLIDITÀ								
COP NETTA	0,32		0,35		7,7%	0,54		55,0%
COP LORDA	1,13		1,06		-6,3%	1,32		24,5%
CAPIT NET	0,29		0,33		15,0%	0,41		24,5%
CAPIT LOR	0,23		0,24		3,5%	0,32		34,2%
INDEB NET	0,95		1,04		10,0%	0,86		-17,2%
INDEB LOR	0,77		0,76		-1,0%	0,68		-10,8%
D/VDP	0,49		0,47		-2,6%	0,30		-36,0%
ELASTICITÀ								
ELAS ATT	0,28		0,31		10,0%	0,40		29,5%
RIGID PASS	0,19		0,27		42,9%	0,21		-20,9%
RIGID ATT	0,72		0,69		-4,0%	0,60		-13,4%
ELAS PASS	0,58		0,49		-15,4%	0,46		-5,2%
EL/RI ATT	0,40		0,45		14,5%	0,68		49,6%
EL/RIG PASS	0,33		0,55		69,0%	0,46		-16,6%
EL A/ RIG P	1,50		1,15		-23,1%	1,89		63,7%

	ANNO	1	ANNO	2	Delta su anno 1	ANNO	3	Delta su anno 2
REDDITIVITÀ					-			
DER=PF/CN	2,50		2,04		-18,3%	1,44		-29,3%
LER=FP/CN	3,32		3,17		-4,3%	2,11		-33,5%

CI = ASSETS	4750		4800		1,1%	4200		-12,5%
CI = AF+CCN	3850		3500		-9,1%	3300		-5,7%
PF	2750		2350		-14,5%	1950		-17,0%
FP=PC+PF	3650		3650		0,0%	2850		-21,9%
CN	1100		1150		4,5%	1350		17,4%
ROC=RO/CP	1,35%		-1,28%		-194,9%	8,05%		727,6%
ROP=RO/VP	1,33%		-1,30%		-197,4%	7,45%		673,4%
IER=CI/CN	3,50		3,04		-13,0%	2,44		-19,7%
CIR=CDP/CI	1,92		2,23		15,9%	2,64		18,3%
SIR=VDP/CI	1,95		2,20		12,9%	2,85		29,5%
E=VP/CP	1,01		0,99		-2,6%	1,08		9,4%
CAR=CDP/A	1,56		1,63		4,3%	2,07		27,5%
SAR=CDP/A	1,58		1,60		1,6%	2,24		39,5%
ROP=RO/VP	1,33%		-1,30%		-197,4%	7,45%		673,4%
NOR=RN/RO	1,00		-0,50		-150,0%	0,29		157,1%
CPC=CP/VP	98,67%		101,30%		2,7%	92,55%		-8,6%
FP/VDP	0,49		0,47		-2,6%	0,30		-36,0%
RO	100		-100		-200,0%	700		800,0%
RO	100		-100		-200,0%	700		800,0%
IP	350		200		-42,9%	150		-25,0%
RN	100		50		-50,0%	200		300,0%
RN*	-250		-300		-20,0%	550		283,3%
ROA	2,11%		-2,08%		-199,0%	16,67%		900,0%
ROI	2,60%		-2,86%		-210,0%	21,21%		842,4%
ROD	12,73%		8,51%		-33,1%	7,69%		-9,6%
ROL	9,59%		5,48%		-42,9%	5,26%		-3,9%
ROI-ROD	-10,13%		-11,37%		-12,2%	13,52%		218,9%
ROA-ROL	-7,48%		-7,56%		-1,1%	11,40%		250,8%
ROE	9,09%		4,35%		-52,2%	14,81%		240,7%
ROE*	-22,73%		-26,09%		-14,8%	40,74%		256,2%
IP/VDP	4,67%		2,60%		-44,3%	1,60%		-38,6%

Un nuovo framework per le analisi di bilancio un "check-up veloce" con l'indice-M

	ANNO	1	ANNO	2	Delta su anno 1	ANNO	3	Delta su anno 2
ECONOMICITA'								
CRESCITA 1	1,07		1,03		-4,2%	1,04		1,7%
CRESCITA 2	0,00		0,00		#DIV / 0!	0,00		#DIV / 0!
N.RO DIP.	10		10		0,0%	10		0,0%
PRODUTT.	750,00		770,00		2,7%	940,00		22,1%
PBP	2,80		2,75		-1,8%	2,08		-24,2%
VA/ND	360,00		370,00		2,8%	410,00		10,8%
VDP BEA	6818,18		8400,00		23,2%	5936,84		-29,3%
tM=cM/ CDP	44,6%		43,6%		-2,3%	51,7%		18,7%
tS=cS/ CDP	8,1%		7,7%		-5,1%	9,2%		19,5%
tL=cL/ CDP	33,8%		33,3%		-1,3%	25,3%		-24,1%
tI=cI/ CDP	13,5%		15,4%		13,8%	13,8%		-10,3%
ATTIVO/ NDip	475		480		1,1%	420		-12,5%
AF/ND	340		330		-2,9%	250		-24,2%
AC/ND	135		150		11,1%	170		13,3%
MARG SIC	9,09%		-9,09%		-200,0%	36,84%		505,3%
ROTAZIONE								
ROT MAG	12,50		10,27		-17,9%	10,44		1,7%
ROT MAG	12,50		10,27		-17,9%	10,44		1,7%
R CR COMM	10,71		11,00		2,7%	18,80		70,9%
R DEB COMM	9,25		6,50		-29,7%	10,88		67,3%
DUR. MAG	29,20		35,55		21,8%	34,95		-1,7%
DUR. CR C	34,07		33,18		-2,6%	19,41		-41,5%
DUR. DEB C	39,46		56,15		42,3%	33,56		-40,2%
D. CI ECON	29,20		35,55		21,8%	34,95		-1,7%
D. CI MON	23,81		12,58		-47,2%	20,80		65,3%
ROT AF	2,18		2,36		8,6%	3,48		47,2%

ROT AC	5,48		5,20		-5,1%	5,12		-1,6%
ROT AF	2,21		2,33		5,8%	3,76		61,1%
ROT AC	5,56		5,13		-7,6%	5,53		7,7%

Tab. A-3 - Il check up aziendale.

n.ro	INDICI ASSUNTI COME SIGNIFICATIVI	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3
1	PN/AF = indice cop. immob > 1 (+5 se >1,5)			
2	PN/AF = indice cop. immob > 0,8			
3	PN/AF = indice cop. immob < 0,5	0	0	5
4	se cresce da anno precedente	=	5	5
5	se decresce da anno precedente			
6	QTR = LT/PC > 1 (+5 se >1,5)			
7	QTR = LT/PC > 0,8	5	0	5
8	QTR = LT/PC < 0,5			
9	se cresce da anno precedente	=	0	5
10	se decresce da anno precedente	=	-5	
11	CTR = AC/PC > 2 (+5 se >2,2)			
12	CTR = AC/PC > 1,5	5	0	5
13	CTR = AC/PC < 1			
14	se cresce da anno precedente			5
15	se decresce da anno precedente	=	-5	
16	ROI > 0 e (ROI-ROD) > 0 e DER > 1 (aggiungere +5 se DER < 1)			10
17	ROI > 0 e (ROI-ROD) < 0 e DER < 1 oppure 0 se DER > 1	0		
18	RO < 0		-5	
19	se (ROI - ROD) > 0 migliora da anno precedente			10
20	se (IP/VDP) si riduce da anno precedente	=	0	10
21	se (IP/VDP) aumenta da anno precedente			
22	se (D/VDP) migliora da anno precedente oppure 0 o -5 se non migliora	0	0	10
23	se VDP aumenta da anno precedente oppure 0 o -5 se non aumenta	0	0	10
24	se MOL aumenta da anno precedente	0	0	10
25	se MOL si riduce da anno precedente			
26	RN > 0 e PONT < 0 (ONT > PNT)			10
27	RN > 0 e PONT > 0 ma PONT < RN			
28	RN > 0 e PONT > 0 ma RN < PONT < RN+IT (-5 se PONT > RN+IT)	-5	-5	10
29	RN < 0 e PONT < 0 (-5 se PONT > 0)			

30	se PONT migliora da anno precedente	0	0	10
31	se PONT peggiora da anno precedente			
32	se KFO/VDP non peggiora altrimenti 0	0	0	10
33	se durata media del processo non peggiora	0	0	0
34	punteggio totale dell'indice P	5	-15	130
35	impresa eccezionale se il valore dell'indice è	> 140		
36	impresa ottima se il valore dell'indice è	>120/140		
37	impresa buona se il valore dell'indice è	>90/120		
38	impresa normale se il valore dell'indice è	>50/90		
39	impresa in pericolo se il valore dell'indice è	30/50		
40	impresa da ristrutturare se l'indice è oppure decotta se l'indice è negativo	0/30		
	GIUDIZIO [È solo un primo giudizio]	RISTRUTTURARE	RISCHIO DI MORTE	TORNATA SANA

Appendice 2 – Analisi di simulazione per la validazione del check up veloce.

Nelle seguenti Tabelle, Si riportano gli stati patrimoniali e i conti economici di 4 imprese per tre anni consecutivi impiegati per la validazione dell'Indice-M.

Alcuni dati sono esposti in forma sintetica ma sono poi dettagliati in fase di elaborazione nella riclassificazione e nel calcolo degli indicatori da cui deriva lo score finale dell'Indice M, riportato in Tabella 2.

Tab. A-4 – I bilanci ipotetici di 4 imprese per l'Anno 1.

STATO PATRIMONIALE (anno 1)	SOCIETA'			
	ALFA	BETA	GAMMA	DELTA
ATTIVO	PESSIMA	NEGATIVA	BUONA	OTTIMA
A) Crediti vs soci per aumenti c. sociale				
B) Immobilizzazioni				
I) Imm.ni immateriali	€ 308.092	€ 239.408	€ 0	€ 27.946
II) Imm.ni materiali	€ 69.190.386	€ 60.519.680	€ 37.441.091	€ 33.922.892
III) Imm.ni finanziarie	€ 1.471.643	€ 25.324	€ 5.527.525	€ 510.550
Totale immobilizzazioni (B)	€ 70.970.121	€ 60.784.412	€ 42.968.616	€ 34.461.388
C) ATTIVO CIRCOLANTE				
I) Rimanenze	€ 1.584.233	€ 1.094.049	€ 1.520	€ 0
II) Crediti	€ 0	€ 0	€ 5.900.527	€ 13.537.100

III) Attività Finanz. non immobilizz.	€ 3.159.459	€ 0	€ 1.857.100	€ 6.826.120
IV) Disponibilità liquide	€ 11.146.840	€ 9.668.794	€ 2.988.813	€ 1.738.098
Totale attivo circolante (C)	€ 15.890.532	€ 10.762.843	€ 10.747.960	€ 22.101.318
D) RATEI E RISCONTI ATTIVI	€ 4.154	€ 73.537	€ 5.302	€ 8.288
TOTALE ATTIVO	€ 86.864.807	€ 71.620.792	€ 53.721.878	€ 56.570.994
PASSIVO				
A) PATRIMONIO NETTO	€ 13.084.085	€ 46.810.135	€ 20.103.235	€ 23.639.470
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	€ 5.243.633	€ 3.637.659	€ 223.646	€ 156.903
C) TFR	€ 716.941	€ 641.132	€ 382.868	€ 190.967
D) DEBITI	€ 25.747.646	€ 20.531.866	€ 9.846.448	€ 3.712.770
E) RATEI E RISCONTI PASSIVI	€ 42.072.502	€ 0	€ 23.165.681	28.870.884
TOTALE PASSIVO	€ 86.864.807	€ 71.620.792	€ 53.721.878	€ 56.570.994
CONTO ECONOMICO (anno 1)	SOCIETA'			
	ALFA	BETA	GAMMA	DELTA
A) Ricavi delle vendite	€ 2.595.582	€ 2.470.229	€ 10.956.679	€ 22.892.471
B) Costi della produzione	€ 17.101.504	€ 8.719.776	€ 4.073.174	€ 3.172.111
Delta fra valore e costi della produ.(A-B)	-14.505.922	-€ 6.249.547	€ 6.883.505	€ 19.720.360
C) Proventi e oneri finanziari	€ 65.542	-€ 17.674	-€ 169.868	€ 179.405
D) Rett. di valore di attiv. finanziarie	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
E) Proventi e oneri straordinari	-€ 759.078	€ 214.978	-€ 157.246	€ 1.028.480
Risultato prima delle imposte	- 15.199.458	-€ 6.052.243	€ 6.556.391	€ 20.928.245
imposte d'esercizio	€ 445.203	€ 684.055	€ 248.000	€ 464.160
Utile d'esercizio	- 15.664.661	-€ 6.736.298	€ 6.308.391	€ 20.464.085

Tab. A-5 – I bilanci ipotetici di 4 imprese per l'Anno 2.

STATO PATRIMONIALE (anno 2)	SOCIETA'			
	ALFA	BETA	GAMMA	DELTA
ATTIVO	PESSIMA	NEGATIVA	BUONA	OTTIMA
A) Crediti vs soci per aumenti c. sociale				
B) Immobilizzazioni				

D) Imm.ni immateriali	€ 7.975	€ 8.646	€ 0	10882
II) Imm.ni materiali	€ 69.101.745	€ 63.862.267	€ 44.840.926	34811177
III) Imm.ni finanziarie	€ 3.247.284	€ 22.305	€ 5.286.253	510550
Totale immobilizzazioni (B)	€ 72.357.004	€ 63.893.218	€ 50.127.179	€ 35.332.609
C) ATTIVO CIRCOLANTE				
D) Rimanenze	€ 0	€ 0	€ 52.515	€ 0
II) Crediti	€ 2.838.484	€ 1.566.916	€ 12.886.578	€ 2.863.674
III) Attività Finanz. non immobilizz.	€ 37	€ 96.992	€ 2.822.865	€ 1.751.359
IV) Disponibilità liquide	€ 12.285.464	€ 12.491.929	€ 13.611	€ 27.987.587
Totale attivo circolante (C)	€ 15.123.985	€ 14.155.837	€ 15.775.569	€ 32.602.620
D) RATEI E RISCONTI ATTIVI		€ 70.808	€ 2.970	€ 6.208
TOTALE ATTIVO	€ 87.480.989	€ 78.119.863	€ 65.905.718	€ 67.941.437
PASSIVO				
A) PATRIMONIO NETTO	€ 11.095.972	€ 51.900.092	€ 31.689.229	€ 31.828.176
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	€ 5.787.756	€ 4.795.232	€ 652.116	€ 75.000
C) TFR	€ 802.249	€ 697.078	€ 405.325	€ 236.114
D) DEBITI	€ 28.586.611	€ 20.727.461	€ 10.280.044	€ 7.014.490
E) RATEI E RISCONTI PASSIVI	€ 41.208.401	€ 0	€ 22.879.004	€ 28.787.657
TOTALE PASSIVO	€ 87.480.989	€ 78.119.863	€ 65.905.718	€ 67.941.437
CONTO ECONOMICO (anno 2)	SOCIETA'			
	ALFA	BETA	GAMMA	DELTA
A) Ricavi delle vendite	€ 1.816.872	€ 1.623.197	€ 15.776.633	€ 30.122.493
B) Costi della produzione	€ 20.391.204	€ 7.397.681	€ 5.002.740	€ 3.996.745
Delta fra valore e costi della produ.(A-B)	-18.574.332	-€ 5.774.484	€ 10.773.893	€ 26.125.748
C) Proventi e oneri finanziari	€ 211.713	€ 159.880	-€ 45.988	€ 142.347
D) Rett. di valore di attiv. finanziarie		-€ 516	€ 0	€ 0
E) Proventi e oneri straordinari	-€ 447.517	€ 170.394	€ 1.048.895	€ 1.667.303
Risultato prima delle imposte	-18.810.136	-€ 5.444.726	€ 11.776.800	€ 27.935.398
imposte d'esercizio	€ 548.412	€ 918.905	€ 190.806	€ 445.229
Utile d'esercizio	-19.358.548	-€ 6.363.631	€ 11.585.994	€ 27.490.169

Tab. A-6 – I bilanci ipotetici di 4 imprese per l'Anno 3.

STATO PATRIMONIALE (anno 3)	SOCIETA'			
	ALFA	BETA	GAMMA	SIGMA
ATTIVO	PESSIMA	NEGATIVA	BUONA	OTTIMA
A) Crediti vs soci per aumenti c. sociale				
B) Immobilizzazioni				
I) Imm.ni immateriali	€ 289.500			
II) Imm.ni materiali	€ 67.993.335	€ 54.602.238	€ 42.045.574	€ 33.070.618
III) Imm.ni finanziarie	€ 3.247.284	€ 22.305	€ 977.781	€ 510.550
Totale immobilizzazioni (B)	€ 71.530.119	€ 54.624.543	€ 43.023.355	€ 33.581.168
C) ATTIVO CIRCOLANTE				
I) Rimanenze	€ 360.877	€ 35.000	€ 113.709	
II) Crediti	€ 2.182.768	€ 1.159.518	€ 10.080.557	€ 2.757.000
III) Attività Finanz. non immobilizz.	€ 0	€ 96.992	€ 2.822.865	€ 10.659.645
IV) Disponibilità liquide	€ 6.803.242	€ 3.560.200	€ 113.150	€ 22.366.069
Totale attivo circolante (C)	€ 9.346.887	€ 4.851.710	€ 13.130.281	€ 35.782.714
D) RATEI E RISCONTI ATTIVI				€ 5.500
TOTALE ATTIVO	€ 80.877.006	€ 59.476.253	€ 56.153.636	€ 69.369.382
PASSIVO				
A) PATRIMONIO NETTO	€ 8.063.889	€ 48.379.663	€ 34.952.997	€ 33.932.863
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	€ 5.787.756	€ 4.795.232	€ 652.116	€ 75.000
C) TFR	€ 890.000	€ 950.000	€ 550.257	€ 247.920
D) DEBITI	€ 62.035.362	€ 5.351.358	€ 19.458.747	€ 6.363.600
E) RATEI E RISCONTI PASSIVI	€ 4.100.000		€ 539.519	€ 28.750.000
TOTALE PASSIVO	€ 80.877.006	€ 59.476.253	€ 56.153.636	€ 69.369.382
CONTO ECONOMICO (anno 3)	SOCIETA'			
	ALFA	BETA	GAMMA	DELTA
A) Ricavi delle vendite	€ 1.623.980	€ 2.835.000	€ 9.457.768	€ 31.388.844
B) Costi della produzione	€ 22.177.584	€ 5.582.428	€ 5.574.000	€ 396.366
Delta fra valore e costi della produ.(A-B)	- 20.553.604	-€ 2.747.428	€ 3.883.768	€ 30.992.478
C) Proventi e oneri finanziari	-€ 453.950	-€ 160.000	-€ 195.000	€ 165.000

D) Rett. di valore di attiv. finanziarie		€ 0	€ 0	€ 0
E) Proventi e oneri straordinari	-€ 412.500	-€ 90.000	-€ 200.000	€ 250.000
Risultato prima delle imposte	- 21.420.054	-€ 2.997.428	€ 3.488.768	€ 31.407.478
imposte d'esercizio	€ 612.030	€ 523.000	€ 225.000	€ 650.000
Utile d'esercizio	-22.038.084	-€ 3.520.428	€ 3.263.768	€ 30.757.478

*Piero Mella
Facoltà di Economia, Università di Pavia
piero.mella@unipv.it*

*Matteo Navaroni
Università di Pavia
matteo.navaroni@studiobds.it*

*Carlotta Meo Colombo
Università di Pavia
c.meocolombo@eco.unipv.it*

Riassunto

Questo studio parte dal presupposto che le analisi di bilancio – e quelle per indici, in particolare – secondo il *framework tradizionale* accolto in dottrina, siano fondate sulla logica operativa così sintetizzabile: se la gestione dell'impresa – composta da operazioni, ordinate in processi e in coordinazioni, che discendono dal Calcolo Economico razionale svolto dal management, continuamente elaborato in funzione delle variazioni del contesto operativo e competitivo in cui l'impresa agisce – produce un sistema di valori relativi alla produzione, ai costi, agli investimenti e ai finanziamenti, e se tali valori sono riflessi dal bilancio d'esercizio, per le sintesi del reddito e del capitale, allora questo documento non è solo un semplice rendiconto, ma può diventare la base da cui derivare un sistema coordinato di indicatori che consentano di costruire un modello della gestione dell'impresa e di apprezzarne le performance e la fitness. Per affrontare il problema di come attribuire un valore segnaletico agli indicatori, lo studio considera un diverso approccio: se si *postula* che la gestione, quindi i valori di bilancio, derivino dal calcolo economico razionale, si possono, altresì, *postulare* alcune regole razionali che debbano essere seguite dal management per sviluppare una "buona gestione". Vengono, così, individuati e giustificati 18 fondamentali *Postulati* di "buona gestione", accogliendo i quali viene costruito un indicatore globale, denominato Indice-M, impiegabile per un giudizio sintetico, un "check-up veloce", sulle performance e sulla fitness dell'impresa. L'Indice-M viene validato con l'applicazione a bilanci simulati.

Abstract

This study starts from the assumption that the analysis of financial statements – in particular, those for indices – according to the traditional theoretical framework accepted in the literature, are based on an operational logic which can be summarized as follows: if the management of the firm – which entails operations, arranged into processes and coordinated activities, which derive from the rational Economic Calculations of management and are continually revised based on variations in the operational and competitive context in which the firm operates – produces a system of values for production, costs, investments and financing, and if these values reflect the financial statement regarding the income and capital highlights, then this document is not only a simple report but can become the basis for deriving a coordinated system of indicators that permit the construction of a managerial model of the firm and the appreciation of the firm's performance and fitness. To deal with the problem of how to attribute a descriptive value to the indicators, this study considers a different approach: if we postulate that the management of the firm, and thus the financial statement values, derives from the rational economic calculation, then we can also postulate several rational rules which must be followed by management in order to produce a "good management" of the firm. In this manner, 18 fundamental Postulates of "good management" are identified, from which a global indicator is constructed, called Index-M, which can be used for a concise appraisal, a fast check-up, of the firm's performance and fitness. Index-M is validated through the application of simulated financial statements.

Jel Classification: G33; L25; M41; M42

Parole chiave (Keywords): analisi di bilancio, indici di bilancio, apprezzamento della gestione, performance aziendale, fitness aziendale, indice altman, indice-m, postulati di buona gestione (financial statements reclassification, financial ratios, ROE tree, financial ratios in failure prediction, Economic and Financial Fitness Check-Up)

Bibliografia

(tutte le pagine web sono state visitate nell'aprile 2011).

- Alberici A. (1975), *Analisi di bilancio e previsione delle insolvenze*, Isedi, Milano.
- Altman, E. I. (September, 1968), Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankrupt, *Journal of Finance*: 589–609.
- Altman E. I. (May, 2002), *Revisiting Credit Scoring Models in a Basel II Environment*. Prepared for "Credit Rating: Methodologies, Rationale, and Default Risk", Risk Books, London.
- Arlorio C., Bonelli F., Bocchino U. (1987), *Analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Barnes P. (1987), The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article, *Journal of Business Finance & Accounting*, 14: pp. 449–461.
- Beaver W. H. (1967), Financial Ratios as Predictors of Failures, in *Empirical Research in Accounting*, selected studies, *Journal of Accounting Research*, pp. 91-101.
- Beaver W. H. (1997), *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice Hall, Harlow.
- Bellesia M. (2002, seconda edizione), *Analisi di bilancio: dai dati contabili alle valutazioni di efficacia e di efficienza*, Ipsoa, Milano.
- Bohn J., Arora N., Korabiev I. (2005), Power and Level Validation of the EDF Credit Measure in the U.S. Market, Moody's KMV Company, online at: www.moodyskmv.com/research/files/wp/EDF_Validation_US.pdf.
- Brunetti G. (1995), L'analisi economico-finanziaria mediante bilancio consolidato di gruppo, in Brunetti G., Coda V., Favotto F. (1984).
- Brunetti G., Coda V., Favotto F. (1984), *Analisi, previsioni, simulazioni economico finanziarie d'impresa*, Etas, Milano. Non è citato nel testo
- Bubbio A. (1984), *Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari. Due strumenti a supporto dell'attività di direzione*, Milano, Unicopli.
- Cappellotto A. (1993), *Strumenti per il controllo di gestione: modelli di analisi e simulazione di bilancio*, CEDAM, Padova.
- Caramiello C. (1993), *Il rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano.
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G. (2003 seconda edizione), *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Carretta A. (1995), *Gli intermediari finanziari non bancari* (a cura di), EGEA, Milano.
- Cattaneo M. (1974, prima edizione), *Analisi finanziaria e di bilancio: teoria e tecnica della concessione del credito*, Etas Libri, Milano.
- Coda V., Brunetti G., Barbato Bergamin M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., (1996), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, New York.
- Crosbie P. (2002), Modeling Default Risk, KMV, online at: <http://www.moodyskmv.com/research/files/wp/ModelingDefaultRisk.pdf>.
- Devecchi C. (1993), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- Drake P. P., Fabozzi F. J. (2008), *Financial Ratio Analysis. Handbook of Finance*, John Wiley & Sons, New York.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L. (2003, terza edizione), *Le analisi di bilancio: indici e flussi*, Giuffrè, Milano.
- Fisher F. M., McGowan J. J. (1983), On the Misuse of Accounting Rates of Return to Infer Monopoly Profits, *American Economic Review* : 73/1. pp. 82-97.
- Gargiullo S. (1981), *Strutture finanziarie di impresa: significatività degli indici di bilancio attraverso l'analisi di quattro settori industriali*, Atlantis, Roma.
- Giunta F. (1997), Margini di liquidità: un primo argine al rischio finanziario, in "Amministrazione & Finanza", p. 5.
- Guatri L. (1991), *La teoria di creazione di valore. Una via europea*, Egea, Milano.
- Guatri L., Bini M. (2002), *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi Ed., Milano.
- Guatri L., Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano.
- Invernizzi G., Molteni M. (1990), *Analisi di bilancio e diagnosi strategica: strumenti per valutare posi-*

- zione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile, Etas, Milano.
- Laitinen E. K. (1991), Financial Ratios and Different Failure Processes, *Journal of Business Finance & Accounting*, 18: pp. 649-673.
- Lin S. M., Ansell J., Andreeva G. (2007), Merton models or credit scoring: modelling default of a small business, online at: www.crc.man.ed.ac.uk/publications/papers/workingpapers/workingpaper07-4.pdf.
- Luckett P. F. (1984), ARR vs. IRR: a Review and an Analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, 11/2: pp. 213-231.
- Mella P. (1997), *Controllo di gestione*, Utet, Torino.
- Mella P. (1998), *Indici di bilancio. Guida alla procedura per l'analisi e il controllo della gestione aziendale*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Mella P. (2005), Performance Indicators in Business Value-Creating Organizations, *Economia Aziendale* 2000, 2: pp. 25-52.
- Merton, R. (1974), On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest Rates, *Journal of Finance*, 29: 449-470.
- Modigliani F., Miller M. H. (June 1958), The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, XLVIII/3, pp. 261-297.
- Moody's KMV company (2004), Moody's KMV Riskcalc™ 3.1., online at: http://www.moodyskmv.com/products/files/RiskCalc_v3_1_Model.pdf.
- Morin R., Jarrel S. (2001), *Driving Shareholder Value*, McGraw-Hill, New York.
- Paganelli O. (1991), *Analisi di bilancio: indici e flussi*, Utet, Torino.
- Pellicelli M. (2007), *Creazione di valore e value based management*, Giappichelli, Torino.
- Potito L. (1980), *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giannini, Napoli.
- Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, New York: The Free Press.
- Salmi T, Nikkinen J, Sahlström P. (2005), The Review of the Theoretical and Empirical, Basis of Financial Ratio Analysis Revisited, online at: <http://lipas.uwasa.fi/~ts/ejre/ejre.html>.
- Sostero U., Ferrarese P. (1995), *Il rendiconto finanziario*, Giuffrè 1995
- Sostero U., Ferrarese P. (2000), *Analisi di bilancio: strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano.
- Stewart B. G. (1991), *The Quest for Value*, HarperCollins, New York.
- Teodori C. (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- Townley, B. (1993), Performance appraisal and the emergence of management, *Journal of Management Studies*, Vol. 30, pg. 221-238.
- Whittington, G. (1980), Some Basic Properties of Accounting Ratios, *Journal of Business Finance and Accounting*: pp. 219-223.