



Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Analisi Finanziaria

L'impatto della pandemia di Covid-19 sull'equilibrio economico-finanziario aziendale: il settore del trasporto aereo (Lufthansa Group, International Airlines Group, Air France-KLM Group)

Prof.ssa Barbara Sveva Magnanelli

RELATORE

Prof. Riccardo Tiscini

CORRELATORE

Giacomo Iacarelli Matr.716141

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Indice

INTRODUZIONE	5
1. LA DISCIPLINA CONTABILE INTERNAZIONALE	8
1.1. IL PROCESSO DI ARMONIZZAZIONE DEI PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI	9
1.2. DEFINIZIONE DI CONCEPTUAL FRAMEWORK	13
1.3. LA CLAUSOLA GENERALE DEL CONCEPTUAL FRAMEWORK E LE CARATTERISTICHE QUALITATIVE DELL'INFORMAZIONE FINANZIARIA	15
1.4. I CONTENUTI DELL'INFORMATIVA DI BILANCIO	17
1.4.1. Prospetto di stato patrimoniale	18
1.4.2. Prospetto di conto economico.....	20
1.4.3. Il Rendiconto finanziario	26
2. IL PROCESSO DI ANALISI FINANZIARIA PER INDICI	30
2.1. RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE	34
2.2. STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO SECONDO IL CRITERIO FUNZIONALE	39
2.3. ANALISI DELLA SOLVIBILITÀ	46
2.3.1. Analisi della solidità	47
2.3.2. Analisi della liquidità.....	50
2.4. ANALISI DELLA REDDITIVITÀ.....	54
3. IL SETTORE DEL TRASPORTO AEREO	60
3.1. IL PROCESSO DI DEREGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO DEL TRASPORTO AEREO.....	61
3.2. TREND STORICO DI SETTORE ED IMPATTO DELLA PANDEMIA DI COVID-19	64
3.3. PRINCIPALI STRATEGIE COMPETITIVE	70
4. CASI AZIENDALI	73
4.1. AIR FRANCE-KLM GROUP	73
4.1.1. Analisi della solvibilità	75
4.1.2. Analisi della redditività.....	78
4.2. LUFTHANSA GROUP.....	81
4.2.1. Analisi della Solvibilità.....	82
4.2.2. Analisi della redditività.....	85
4.3. INTERNATIONAL AIRLINES GROUP	88
4.3.1. Analisi della Solvibilità.....	90
4.3.2. Analisi della redditività.....	93
5. CONCLUSIONI.....	96
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	100

Introduzione

La pandemia da Coronavirus ha avuto effetti drammatici sul sistema economico, scatenando una crisi senza precedenti, prima sul lato dell'offerta a causa di chiusure delle attività commerciali nelle aree poste in *lockdown*, che poi rapidamente si è trasformata in crisi di domanda a causa del crollo del reddito dovuto alla perdita di posti di lavoro e all'elevata incertezza del futuro che ha influenzato le scelte dei consumatori.

In questo contesto sono stati messi in discussione alcuni dei paradigmi più solidi dell'attuale società. Per citare un esempio su tutti, i livelli di mobilità e di flussi di persone, il cui costante trend crescente costituiva una certezza fino agli inizi del 2020, risultano attualmente un traguardo lontanissimo da ristabilire e lo stesso concetto di *globalizzazione* appare oggi in discussione, quanto meno nel breve-medio termine.

Se il trasporto, in particolare quello aereo ed il turismo rappresentavano gli emblemi della globalizzazione, spinta da flussi di spostamento delle persone sempre crescenti, ora gli stessi settori appaiono considerevolmente ridimensionati spingendo ad un ripensamento delle dinamiche mondiali che hanno via via alimentato e contribuito alla trasformazione dell'economia da una sostanziale nazionalizzazione ad una globalizzazione. Analizzando la filiera del trasporto aereo, essa è costellata di player internazionali e rappresenta una tra le industrie maggiormente globalizzate e per questa ragione tra le più colpite dalla situazione congiunturale; nel giro di un anno è stato registrato un calo dei passeggeri trasportati pari a circa il 70%¹ rispetto al 2019. Il turismo mondiale, che rappresenta circa il 10,5% del PIL globale, si è notevolmente ridotto e sarà auspicabilmente compromesso per un arco temporale ancora indefinito data la volatilità attesa nel prevedibile futuro.

In questo contesto macroeconomico è sorto l'interesse ad analizzare gli effetti della diffusione della pandemia da Coronavirus e delle restrizioni alle libertà di movimento introdotte dai Governi nazionali, che hanno causato un contestuale crollo del business, sull'equilibrio economico-finanziario dei maggiori player del trasporto aereo, evidenziando le peculiarità di settore che non hanno permesso ai vettori aerei di reagire al crollo del business e le prospettive evolutive che questo contesto ha innescato nell'industria in termini di individuazione di nuove strategie operative rivolte ad una riorganizzazione settoriale per rendere, in futuro, la filiera più resiliente a shock di questo tipo.

In particolare, l'obiettivo del presente documento è, quindi, quello di investigare sulle conseguenze della diffusione della pandemia da Covid-19 sul mercato del trasporto aereo in Europa, in particolare sui tre gruppi leader di settore: Air France-KLM Group, Lufthansa Group ed International Airlines Group, effettuando un'indagine basata sul calcolo ed interpretazione degli indicatori economico-finanziari costruiti secondo le logiche della disciplina dell'analisi di bilancio per indici.

L'articolazione del documento prevede quattro capitoli; una prima sezione descrittiva, che ha lo scopo di supportare lo sviluppo del documento, inquadrando il contesto normativo di riferimento, pietra miliare su cui si basa la disciplina di redazione del bilancio per le società analizzate, la quali redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali, e risulta preparatoria alla successiva fase analitica relativa agli indici di bilancio. L'esposizione evidenzia l'evoluzione storica della disciplina che ha portato all'adozione di un *corpus normativo* omogeneo a livello internazionale e, attraverso un'analisi della struttura concettuale di riferimento della disciplina, sono individuati gli scopi informativi degli schemi di bilancio e gli elementi che hanno permesso di garantire

¹ CNBC Web Site: <https://www.cnbc.com/2021/01/04/21-years-of-airline-passenger-traffic-growth-erased-in-2020-travel-report.html>

un'uniformità nel sistema contabile internazionale. A completamento della sezione sono esposti i contenuti dell'informativa di bilancio elencando concretamente i documenti obbligatori, la distinzione dei contenuti minimi previsti in ciascun documento e la classificazione delle diverse voci. Nel secondo capitolo dell'elaborato si passa in rassegna delle tecniche di analisi di bilancio delineando il concetto di equilibrio economico-finanziario e le modalità di riclassificazione dei documenti di bilancio, attività preliminare alla fase di calcolo degli indicatori economico-finanziari, dei quali è presentata una tassonomia e ne sono descritte le modalità di costruzione secondo le indicazioni previste dalla disciplina dell'analisi di bilancio per indici. Il terzo capitolo dell'elaborato si concentra sul fenomeno evolutivo del settore del trasporto aereo analizzando i cambiamenti intercorsi nel mercato di riferimento sia dal punto di vista normativo sia in relazione al trend crescente sperimentato dal business a partire dalla fine degli anni ottanta fino al 2020, anno in cui la pandemia di Covid-19 ha fatto segnare i valori più bassi, mai osservati, in termini di traffico nella storia dell'*industry*. La trattazione prosegue con un approfondimento degli effetti della pandemia sul business, sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta evidenziando la portata del fenomeno pandemico attraverso un confronto tra l'andamento storico dei principali indicatori tipici di settore ed i rispettivi valori registrati nel 2020. Il capitolo si conclude con la descrizione dei modelli di business prevalenti sul mercato, dei quali è inserita una breve descrizione per apprezzarne le rispettive peculiarità. La sezione conclusiva si concentra sull'analisi dei tre Gruppi aerei in dei quali viene proposto un breve paragrafo introduttivo per definirne strutture organizzative e strategie competitive, mentre il *cuore* del capitolo espone gli effetti della diffusione della pandemia sull'equilibrio economico-finanziario delle stesse società attraverso uno studio ed un confronto, sia temporale che spaziale, degli indicatori di bilancio, costruiti secondo le logiche e le modalità descritte nel secondo capitolo, per un periodo di 4 esercizi dal 2017 al 2020

L'elaborato si conclude con l'esposizione dei fenomeni comuni identificati, attraverso le analisi di bilancio effettuate, in relazione ai cambiamenti osservati nelle società sia dal punto di vista patrimoniale finanziario ed economico, sia in termini di cambiamenti che si sono manifestati negli assetti organizzativo-strategici, rivolgendo un'attenzione particolare alle inevitabili evoluzioni che dovranno essere implementate nei modelli di business al fine di fronteggiare il protrarsi della volatilità settoriale nel prevedibile futuro.

1. La disciplina contabile internazionale.

La reportistica di bilancio può avere strutture e contenuti mutevoli in relazione alle finalità che essa intende perseguire, prendendo ad esempio i bilanci gestionali, previsionali o consuntivi che hanno lo scopo di supportare le attività di pianificazione e controllo di gestione utilizzando flussi informativi ad uso interno, oppure i bilanci straordinari che hanno lo scopo identificare il valore degli elementi patrimoniali in momenti particolari della vita aziendale.² Per quanto riguarda, invece, i bilanci di esercizio, essi sono stati oggetto di numerosi interventi da parte del legislatore con il fine di identificare con chiarezza gli scopi informativi, unificarne i contenuti e raggiungere un'uniformità nel sistema contabile internazionale.

I principi contabili riconosciuti a livello internazionale sono:

1. gli IAS/IFRS³ (International Accounting Standards/International Financial Reporting Standard), ossia il corpus dei principi approvati dallo IASB (International Accounting Standard Board);
2. gli US Gaap (Generally Accepted Accounting Principles), vigenti negli Stati Uniti d'America, in Canada e nei Paesi dell'America latina, ed elaborati dal Financial Accounting Standards Board (FASB).

Sia i principi contabili IFRS, sia quelli americani, gli US Gaap, sono caratterizzati da una forte attenzione verso gli investitori e, quindi, in grado di soddisfare le maggiori esigenze informative richieste a seguito dell'evoluzione dello scenario finanziario internazionale e alla crescente necessità di applicare un unico "metro contabile" per la redazione dei conti annuali e consolidati tra i Paesi membri della CEE, elementi che si sono manifestati evidentemente dopo la metà del secolo scorso ed hanno reso necessario scegliere tra le due categorie di principi elaborati a livello internazionale. La scelta nel tempo è ricaduta sui principi contabili elaborati dallo IASB (prima IASC), non solo per il loro elevato livello qualitativo, ma anche perchè gli US Gaap, predisposti facendo riferimento al mercato americano, sono stati ritenuti di più difficile applicazione nel contesto europeo.⁴ È doveroso sottolineare come i due Standard Setter, IASB e FASB, hanno da tempo avviato un processo di collaborazione per appianare le principali differenze esistenti in ambito contabile, con l'obiettivo espresso di realizzare nuovi principi condivisi, in grado di garantire una maggiore qualità informativa complessiva; percorso che si è poi concluso con l'attuale adozione principi contabili internazionali (IAS/IFRS)⁵.

² Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p. 3

³ Con l'acronimo IAS ci si riferisce ai principi contabili internazionali emanati da un gruppo di professionisti contabili chiamato *International Accounting Standards Committee* (acronimo IASC) a partire dal 1973, i quali sono stati il primo tentativo di standardizzazione mondiale delle regole contabili.

Lo IASC ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili chiamata *International Federation of Accountants* (IFAC) trasformatasi poi nel 2001 in una fondazione privata di diritto statunitense (*IASC foundation*). All'interno di questa fondazione, l'organo incaricato di emanare i principi contabili è stato denominato IASB (acronimo di *International Accounting Standards Board*) e i principi redatti da questo comitato sono denominati IFRS (acronimo di *International Financial Reporting Standards*). Poiché tali principi coesistono, almeno per ora, con i precedenti IAS, ci si riferisce spesso ai principi internazionali con il termine IAS/IFRS.

⁴ In particolare, sui motivi per i quali l'Unione europea ha consigliato l'uso degli IAS (oggi IFRS) al posto degli US Gaap, un notevole contributo è stato fornito dalla Comunicazione n. 508/95/CEE. I suddetti motivi possono essere così sintetizzati:

- la mancanza di un ruolo attivo nell'elaborazione degli US Gaap ("messi a punto senza alcun apporto europeo") da parte dell'Unione europea spinge la stessa a preferire i principi elaborati dallo IASC (oggi IASB) con cui collabora già dal 1990 (par. 1.3);
- gli IAS rappresentano norme contabili accettabili per i mercati di tutto il mondo (par. 1.4);
- nel 1995 lo IASC e la IOSCO stipulano un accordo di collaborazione che mira a "mettere a punto un insieme di norme

Risulta necessario un *excursus* che descriva la profonda evoluzione subita negli ultimi decenni dalle forme giuridiche e professionali del bilancio d'esercizio delle imprese con il fine ultimo di garantire una maggiore armonizzazione internazionale⁶, elemento fondamentale che ha permesso l'elaborazione del presente documento. Infatti, senza suddetti sviluppi non sarebbe stato possibile ottenere la confrontabilità dei bilanci delle società analizzate e di conseguenza la significatività degli indici economico-finanziari che verranno presentati nelle sezioni successive.

1.1. Il Processo di armonizzazione dei principi contabili internazionali.

Prima dell'introduzione di un unico *corpus* di principi contabili internazionali (IAS/IFRS) tra gli Stati membri dell'Unione Europea esistevano divergenze nella teoria e nelle discipline contabili⁷.

La dottrina, nel tempo, ha cercato di individuare le motivazioni alla base di queste differenze, riconducibili, secondo alcuni Autori, ai seguenti fattori⁸:

1. la natura del sistema legale, se di tipo dirigitico ovvero basato su un sistema non codificato, come quello di *common law*;
2. la struttura prevalente di organizzazione economica delle imprese, nonché la tipologia degli assetti proprietari, se chiusi all'interno di gruppi familiari o aperti, come ad esempio del tipo «azionariato diffuso»;
3. il comportamento e l'influenza della legislazione fiscale, ovvero se è presente una amministrazione finanziaria «inquisitoria» o «collaborativa»;
4. l'influenza dei fattori educativi, ovvero degli ordini professionali, laquale, più che dipendere da tradizioni storiche di un Paese, è funzione dell'importanza che l'economia e la produzione assumono nella cultura di una nazione.

In funzione di come questi elementi si integrano, di fatto, si hanno sostanzialmente due impostazioni contabili: una di natura maggiormente *legalistico-patrimoniale*, fondata sull'individuazione della fattispecie giuridica dalla quale origina la rilevazione contabile; l'altra, definita *informativo-finanziaria*, basata sul concetto che la contabilità deve fornire l'informazione più adeguata e rappresentativa del fatto economico finanziario che si è verificato, prescindendo anche dalla configurazione giuridica che questo può assumere⁹.

⁶ 1 S.Adamo, *Problemi di armonizzazione dell'informazione contabile*, Giuffrè, Milano, 2001; S. Azzali, *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione, il modello dell'International Accounting Standards Committee*, Giuffrè, Milano, 1996; B. Campedelli, *Ragioneria Internazionale*, Giappichelli, Torino, 1994; G. Capodaglio-M.G. Baldarelli (a cura di), *L'armonizzazione dei Principi Contabili in Europa, Allargamento dell'U.E e confronto internazionale*, Rirea, Roma, 2003; R. Di Pietra, *La comunicazione dei comportamenti contabili aziendali mediante i dati contabili, Il ruolo della ragioneria internazionale*, Cedam, Padova, 2005; T. Onesti, *Fattori ambientali e comportamenti contabili, Analisi comparata dei sistemi contabili di alcuni Paesi industrializzati*, Giappichelli, Torino, 1995; P. Petrolati, *L'armonizzazione contabile nell'Unione Europea*, Clueb, Bologna, 2002; A. Viganò, *Elementi di Ragioneria Internazionale*, Egea, Milano, 1997; E. Viganò, *L'economia aziendale e la ragioneria. Evoluzione e prospettive internazionali*, Cedam, Padova, 1996; S. Zambon, *Profili di ragioneria internazionale e comparata*, Cedam, Padova, 1996.

⁷ Verna. G., *Le nuove frontiere dell'informazione contabile in Europa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 3, 2002.

⁸ Mueller.G., *Accounting within a Macroeconomic Framework*, in *International Accounting*, New York, MacMillan, Burton J.C., *Some general and specific thoughts on the Accounting Environments*, in *Journal of Accounting*, novembre, 1971.

⁹ Giusti A. M., *I principi contabili generalmente accettati: una rassegna*, in *RIREA*, n. 3/4 , 1992.

In questo contesto si inserisce il processo di armonizzazione contabile che ha avuto inizio dalla fine degli anni '70 quando la Comunità economica europea (CEE) emanò una serie di provvedimenti normativi aventi come principale obiettivo quello di “accrescere la comparabilità dei principi contabili vigenti in ciascun Paese”.¹⁰

Per il raggiungimento di questo primario obiettivo furono elaborate diverse direttive relative ai principi per la redazione dei bilanci delle imprese:

1. la IV direttiva, sui conti annuali delle società di capitali (78/660/CE)
2. la VII direttiva, sui conti consolidati dei gruppi di imprese(83/349/CEE);
3. la VIII direttiva, sull’abilitazione delle persone incaricate al controllo dei conti annuali (84/253/CEE).

Tali direttive, pur avendo rappresentato un primo passo importante verso l’obiettivo dell’armonizzazione contabile, hanno, nel tempo, mostrato forti limiti, tra questi, i più significativi sono:

- La presenza di un considerevole numero di *opzioni contabili* che, pur avendo facilitato l’introduzione delle direttive nei diversi Paesi membri, ha indotto gli stessi, nel momento del recepimento, alla scelta di quei trattamenti contabili che più rispondevano alla situazione socio-economica e alla tradizione contabile del Paese stesso, determinando di fatto un’armonizzazione incompleta.
- l’inadeguatezza rispetto alle norme più rigorose prescritte in ambito internazionale e, in particolare, gli *standard* imposti dalla *Security Exchange Commission* (SEC) negli Stati Uniti.

Queste fragilità, infatti, hanno ostacolato il raggiungimento dello scopo inizialmente perseguito, tuttavia, tali limiti, uniti alla parallela e contestuale evoluzione dello scenario finanziario internazionale (fortemente accelerata dal crescente utilizzo delle tecnologie informatiche, dalla globalizzazione dei mercati e dall’introduzione della moneta unica) hanno determinato a livello europeo una *svolta* nella strategia in materia di armonizzazione contabile rispetto a quanto fatto attraverso le direttive IV e VII.

Sussisteva, infatti, la priorità di andare incontro alle emergenti necessità delle grandi aziende a carattere internazionale, soprattutto quelle delle società quotate in paesi extraeuropei che, molto spesso, si vedevano costrette a redigere più bilanci in osservanza delle disposizioni nazionali e quelle internazionali, manifestando un’esigenza oggettiva di ridurre la complessità ed i costi dell’informazione economico-finanziaria¹¹.

L’obiettivo della nuova strategia era, quindi, quello di indurre le imprese dei Paesi membri alla formazione dei bilanci individuali e consolidati redatti secondo un unico insieme di *principi contabili riconosciuti a livello*

¹⁰ Commission des Communautés Européennes, *Comparaison des systèmes comptables allemand, français, italien, britannique, japonais et américain et des prescriptions de la IV Directive du Conseil de Juillet 1978*, Bruxelles-Luxembourg.

¹¹ Comunicazione n. 508/95 al par. 3.1: “La quarta e la settima direttiva hanno esercitato un reale impatto positivo, pur consentendo agli Stati membri di preservare le diverse tradizioni contabili nazionali esistenti prima della loro adozione. La qualità dell’informazione finanziaria è, infatti, considerevolmente migliorata negli Stati membri e la libera circolazione di informazioni finanziarie comparabili è una condizione essenziale per il buon funzionamento del mercato interno e un incentivo alla concorrenza. Permangono, tuttavia, taluni problemi che dovranno essere risolti per garantire che i progressi realizzati a tutt’oggi siano preservati e che l’Unione europea sia in grado di far fronte alle grandi sfide che la attendono. Il più urgente di tali problemi riguarda le imprese europee a vocazione internazionale. I conti che tali imprese redigono attenendosi alla legislazione nazionale fondata sulle direttive contabili non sono più adeguati alle esigenze dei mercati finanziari internazionali. Tali imprese si vedono pertanto costrette a preparare due serie di conti, una prima serie conforme alle direttive contabili e una seconda serie adeguata ai requisiti dei mercati internazionali. Tale situazione non è soddisfacente. A prescindere dai costi supplementari, il fatto che i dati contabili mutino in funzione della loro destinazione è fonte di confusione per gli investitori e

internazionale, capaci di assicurare la negoziazione dei valori mobiliari delle imprese, non solo sui mercati europei, ma anche su quelli internazionali.

La nuova strategia è il risultato di un lungo percorso normativo iniziato con due interventi comunitari principali:

1. Comunicazione n. 508/95 “*Armonizzazione contabile: una nuova strategia nei confronti del processo di armonizzazione internazionale*”
2. Comunicazione n. 359/00 “*Messa in atto del quadro d’azione per i servizi finanziari: piano d’azione*”

Mediante le suddette comunicazioni; l’Unione manifesta l’esigenza di dover rivedere il percorso di armonizzazione intrapreso con l’emanazione delle direttive contabili e verificare la compatibilità dei principi contabili internazionali (intendendo per tali i principi elaborati dallo IASB¹²) con le direttive contabili europee, con lo scopo di consentire alle imprese di dimensioni più grandi appartenenti agli Stati membri, di predisporre i propri bilanci secondo i primi, anziché secondo le rispettive normative nazionali.

Il percorso che l’Unione intendeva seguire in tema di informativa finanziaria venne tracciato con la Comunicazione n. 359 del 13 giugno 2000 intitolata “*La strategia dell’UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire*”.

Con essa la Comunità Europea anticipa due tappe importanti del proprio processo di armonizzazione:

- Una nuova proposta finalizzata ad “imporre a tutte le società quotate dell’UE l’obbligo di redigere i loro conti consolidati conformemente ad un unico insieme di principi contabili, vale a dire gli International Accounting Standards (IAS)”.¹³
- Una seconda proposta intesa a “modernizzare le direttive contabili affinché queste potessero continuare a costituire la base dell’informativa finanziaria *per tutte le società di capitali*”.¹⁴

La realizzazione dei suddetti punti si concretizza con l’approvazione del regolamento CE n. 1606/02 che introduce l’obbligo, a decorrere dall’esercizio 2005, “per le società soggette al diritto di uno Stato membro” di redigere “i loro conti consolidati conformemente ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)¹⁵ [...] qualora, alla data del bilancio, i loro titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro”¹⁶.

Il regolamento, inoltre, all’Art.5 delega la facoltà di estendere l’utilizzo degli IFRS anche ai bilanci di esercizio delle società quotate ed ai bilanci consolidati e di esercizio di talune categorie di società non quotate¹⁷

Infine la compatibilità tra i principi IAS/IFRS e la normativa europea è stata sancita dalla Direttiva n. 51 del 18 Giugno 2003 che ne ha eliminato le conflittualità.

¹² Comunicazione n. 508/95 “*Armonizzazione contabile: una nuova strategia nei confronti del processo di armonizzazione internazionale*”, pag. 6, par. 5.2.

¹³ Comunicazione n. 359 del 2000 “*La strategia dell’UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire*”

¹⁴ Ivi, p. 2

¹⁵ Con principi contabili internazionali, come riporta l’Art. 2 del regolamento CE N. 1606/2002 *relativo all’applicazione di principi contabili internazionali*, si intendono gli International Accounting Standards (IAS), gli International Financial Reporting Standards (IFRS) e le relative Interpretazioni (interpretazioni SIC/IFRIC), le successive modifiche di detti principi e le relative interpretazioni, i principi e le relative interpretazioni che saranno emessi o adottati in futuro dall’International Accounting Standards Board (IASB).

¹⁶ Regolamento CE N. 1606/2002 *relativo all’applicazione di principi contabili internazionali*, Art. 4

¹⁷ Ivi, Art. 5

Si realizza così all'interno dell'Unione Europea *l'armonizzazione di bilancio tra fonti giuridiche e professionali*¹⁸, seppur limitata alle società quotate e ai bilanci consolidati, passando così da un modello in cui la legge disciplina i principi generali di redazione e i principi contabili (di natura professionale) svolgono la funzione di interpretare e integrare le leggi, ad un modello di bilancio in cui vi è coincidenza tra legge e principi contabili.

La decisione di adottare i principi contabili internazionali da parte dell'Unione è paragonata da alcuni, in termini di impatto a livello economico e sociale, all'adozione della moneta unica europea o alla scelta di un'unica lingua comune per tutti i cittadini del vecchio Continente, rappresentando indubbiamente un fattore propulsivo per la riduzione delle asimmetrie informative esistenti tra imprese e mercati finanziari, in modo da fornire agli investitori le conoscenze necessarie per favorirne l'efficiente allocazione dei capitali.¹⁹

¹⁸ S. Azzali, *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione*, Capitolo II.

¹⁹ Tiziano Onesti, Mauro Romano, Marco Taliento, *Il bilancio di esercizio nelle imprese. Dal quadro concettuale di riferimento alle nuove regole contabili nazionali e internazionali*, Giappichelli, Cap. 1, Pag. 3

1.2. Definizione di Conceptual Framework

Il *conceptual framework*, o quadro sistematico, è un insieme di principi teorici di generale accettazione che rappresentano la struttura concettuale di riferimento per un particolare ambito di indagine.

La funzione riconosciuta ad un framework è molto ampia e va dal contributo alla definizione di una disciplina fino allo sviluppo di un quadro teorico completo e analitico della disciplina stessa.

In ambito contabile la prima definizione di conceptual framework è da attribuire alla professione contabile statunitense²⁰, che lo definisce “*a constitution, a coherent system of interrelated objectives and fundamentals that can lead to consistent standards and that prescribes the nature, function and limits of financial accounting and financial statements*”²¹.

Evidente scopo del quadro sistematico è quello di affrontare le questioni fondamentali alla base della definizione e redazione del bilancio; esso, infatti, rappresenta una sorta di *meta struttura* che, partendo dalla definizione di finalità e postulati di base, consente la produzione di un insieme coerente di principi contabili specifici e, adottando un approccio prescrittivo, ordina la natura, la funzione e i limiti dell’informazione economico-finanziaria. Analizzando la gerarchia tra i postulati e i principi fondamentali di bilancio si può dire che un conceptual framework fornisce un modello che dal punto di vista teorico si posiziona ad un livello superiore delineando le finalità del bilancio, mentre ad un livello concettuale identifica le caratteristiche qualitative dell’informazione, e di conseguenza gli elementi di base che la compongono, fissando le regole operative per l’iscrivibilità, la valutazione e la rappresentazione degli elementi del bilancio.

Il framework contabile è un elemento benefico fondamentale necessario sia per lo sviluppo di standard contabili caratterizzati da una logica, una coordinazione e una coerenza di insieme, ma anche per la determinazione di una base di valutazione utile ad orientare la risoluzione dei problemi che la rappresentazione contabile inevitabilmente genera. È di comune accordo ritenere che, in assenza di un inquadramento dei principi contabili in una precisa ed efficace struttura concettuale, le soluzioni contabili verrebbero individuate di volta in volta, di caso in caso, dando origine a processi decisionali dispendiosi e a risultati non coerenti. L’esistenza di un framework autorevole dovrebbe, infine, consentire una riduzione della pressione politica esercitata dalle diverse parti interessate durante la formulazione dei principi, agevolarne il processo e comprimerne i tempi; attraverso la preventiva definizione del quadro concettuale i processi decisionali degli standard setters diventano poi facilmente *accountable* e ciò favorisce la comunicazione e il confronto con la parti costituenti.

L’organismo che ha proposto il primo framework codificato è stato lo standard setter americano, il FASB, e successivamente le professioni contabili di altri paesi hanno presentato versioni che risulteranno ispirate al suddetto modello originario. Alle diverse esperienze nazionali si è aggiunto poi nel 1989 anche il framework di un organismo internazionale, l’International Accounting Standards Committee (IASC). Lo IASC, predecessore dell’attuale IASB, che ha elaborato il quadro concettuale intitolato “*Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*” nel quale pure è ravvisabile l’influenza del lavoro statunitense.

Tale documento è stato oggetto di un lungo percorso di revisione che si è concluso nel Marzo 2018 (dopo una prima considerevole riedizione nel 2010) con l’approvazione da parte dello IASB del “*Conceptual Framework for*

²⁰ Il Financial Accounting Standards Board (FASB) presenta la definizione di conceptual framework nello *Statement of Financial Accounting Concept n. 1* del 1978.

²¹ Deegan, *Financial Accounting Theory*, 2012, Scott, *Financial Accounting Theory*, 2005, Godfrey et al., *Accounting Theory* 2010.

Financial Reporting". Tale documento costituisce l'insieme dei concetti di fondo su cui poggia l'elaborazione degli specifici principi contabili internazionali, definisce gli obiettivi da assegnare all'informazione economico-finanziaria di bilancio, gli imprescindibili postulati cui riferire la sua produzione, le caratteristiche qualitative che la stessa deve presentare, nonché i concetti e i requisiti validi per la definizione, l'iscrivibilità e la valutazione degli elementi di bilancio²².

Poiché le aziende analizzate in questo lavoro appartengono alla categoria delle società che devono redigere i propri bilanci consolidati secondo i principi IAS previsti dal regolamento CE n. 1606/2002, risulta fondamentale, per una corretta contestualizzazione, analizzare la clausola generale contenuta nel "Conceptual framework for financial reporting" e successivamente gli assunti fondamentali, le caratteristiche qualitative delle informazioni contabili e i contenuti dell'informativa di bilancio²³.

²² Conceptual Framework for Financial Reporting, IASB Marzo 2018, *Status and purpose of the financial framework*, par. 1.1.

²³ Per i contenuti dell'informativa di bilancio si farà riferimento allo IAS 1 omologato dalla Comunità europea con il regolamento CE n. 1725/2003.

1.3. La clausola generale del Conceptual Framework e le caratteristiche qualitative dell'informazione finanziaria

L'oggetto cui si riferiscono le prescrizioni contenute nel framework e negli specifici principi contabili internazionali è il bilancio d'esercizio, "*general purpose financial statements*", di "*commercial, industrial and business reporting entities, whether in the public or the private sectors*"²⁴, sia esso rappresentazione di una singola impresa o di un gruppo di imprese.

Il framework, ancor prima di delineare la finalità cui deve tendere l'informazione di bilancio, identifica i soggetti destinatari e le loro esigenze informative. I *primary-users*²⁵ delle informazioni di bilancio a cui si rivolge il framework sono quegli attori economici che normalmente non hanno il potere di ottenere dall'impresa dei dati aggiuntivi rispetto a quelli contenuti nel bilancio, il quale costituisce la principale, e spesso unica, fonte per il reperimento di informazioni.²⁶

L'ampia gamma degli *stakeholder* comprende gli investitori *attuali e potenziali*, e i loro advisors, i dipendenti, i finanziatori, i fornitori, i clienti, i governi e le istituzioni ed il pubblico in generale. Il Framework rileva, inoltre, che i bilanci che rispondono alle esigenze informative degli investitori potranno soddisfare anche la maggior parte dei bisogni conoscitivi degli altri utilizzatori. In sostanza, la domanda di informazioni dei conferenti capitale di rischio è riconosciuta così significativa da essere comprensiva anche delle altre istanze.

Lo specifico riferimento agli investitori come principali users conferisce la connotazione di sistema contabile *investor-oriented*²⁷ all'insieme dei principi contabili internazionali. La *investor-orientation* si traduce in un approccio contabile rivolto a ridurre le asimmetrie informative esistenti tra imprese e mercati finanziari in modo da fornire agli investitori le conoscenze necessarie a favorire l'allocazione dei capitali. Si tratta di un approccio che genera non poche perplessità nell'ambiente europeo, se non altro per la prevalenza della piccola e media impresa nel contesto comunitario e del tradizionale sistema contabile continentale *credit-oriented*²⁸.

Data questa premessa, al bilancio di un'entità viene assegnato l'obiettivo di fornire una *faithful representation*²⁹ della situazione patrimoniale e finanziaria, sui cambiamenti in essa intervenuti e sulla performance economica che risultino utili ad un'ampia gamma di utilizzatori, e in particolare agli investitori attuali e potenziali, per prendere decisioni economiche. Per soddisfare tale requisito, i *Financial reports* devono rappresentare il fenomeno economico in parole e numeri, cosicché l'informazione finanziaria non descriva solo fenomeni rilevanti, ma anche la sostanza di ciò che essa ha lo scopo di rappresentare. In tal modo, la caratteristica dell'informazione contenuta gioca un ruolo fondamentale nel raggiungimento dello scopo del bilancio, di conseguenza, essa deve possedere tre requisiti fondamentali: deve essere *completa* e quindi includere tutte le informazioni utili agli users per capire il

²⁴ Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, par. 8. Sempre al par. 8 la «*reporting entity*» è definita come un'entità della quale i destinatari di bilancio contano sullo stesso come fonte primaria di informazione economico-finanziaria sull'entità

²⁵ Il termine *primary-user* è esplicitamente definito nel Conceptual framework for financial reporting, pag. 9: "the terms 'primary users' and 'users' refer to those existing and potential investors, lenders and other creditors who must rely on general purpose financial reports for much of the financial information they need"

²⁶ Ivi, Par. 1.5 "Many existing and potential investors, lenders and other creditors cannot require reporting entities to provide information directly to them and must rely on general purpose financial reports for much of the financial information they need. Consequently, they are the primary users to whom general purpose financial reports are directed".

²⁷ Federica Cordova ed Alessandro Turris, pubblicazione Pwc. *Bilancio: uno sguardo al futuro: Principali differenze ed analogie tra i principi contabili OIC e gli IFRS*, 2019, pag. 5.

²⁸ Azzali, *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali: problemi applicativi, soluzioni operative e potenzialità informative*, Milano, 2002, p. 45 ss

²⁹ Ivi, pag. 17 e ss

fenomeno; *neutrale*, cioè non deve presentare manipolazioni volte ad alterare la percezione economico-finanziaria degli *users*; a tal proposito viene sancita la prevalenza del principio della *competenza* su quello della *prudenza* poiché l'esercizio di essa potrebbe spingere ad un'errata valorizzazione dei costi o dei ricavi determinandone così una sovrastima o sottostima³⁰, di conseguenza si predilige la neutralità dell'informazione contabile prevista dalla logica del conceptual framework, sottolineando un distacco dal principio di prudenza amministrativa d'impronta giusromanistica (che tende ad evidenziare il reddito distribuibile) verso una visione di "reddito potenziale" improntata sulla performance e strumentale ad analisi di tipo economico.³¹

Perseguire la finalità di bilancio, come si evince, richiede una significativa capacità di giudizio da parte dei redattori ed il primo passo per formulare valutazioni sulle informazioni da presentare, e secondo quali modalità, è attenersi alle indicazioni che il Conceptual Framework suggerisce per esaltare poi la funzione informativa.

Esse, infatti, devono essere comprensibili (*understandability*), significative (*relevance*), e comparabili (*comparability*).

Il bilancio deve essere pienamente e immediatamente comprensibile sia nell'aspetto estrinseco, che riguarda le informazioni riportate, sia nell'aspetto intrinseco per quanto attiene ai processi di valutazione sottostanti le valutazioni stesse; implicando ex ante tra gli *users*, una capacità di lettura tipica di soggetti che abbiano una ragionevole conoscenza delle dinamiche aziendali e del metodo contabile e che impieghino una normale diligenza nell'esame di quelle informazioni.

La significatività è un'ulteriore qualità che l'informazione deve avere per essere utile: è significativa quell'informazione che influenza le decisioni economiche del suo utilizzatore consentendogli di ponderare eventi passati, presenti e futuri oppure confermando o correggendo precedenti valutazioni. Connesso alla significatività è il concetto di rilevanza (*materiality*) che stabilisce il limite oltre il quale l'informazione può dirsi utile.

L'attendibilità è un altro dei requisiti richiesti all'informazione di bilancio: l'informazione è attendibile se scevra da errori rilevanti e pregiudizi e, quindi, capace di una neutra, completa e fedele rappresentazione. La rappresentazione fedele richiede che la rilevazione dei fatti aziendali avvenga rispettando la sostanza economica degli stessi rispetto alla forma legale che essi possono assumere. Un'altra condizione per l'attendibilità è la prudenza, intesa come l'esercizio di un certo grado di cautela nei giudizi estimativi in situazione di incertezza. Nel framework la prudenza non risulta, quindi, un principio cardine nelle valutazioni, assume invece il ruolo secondario di qualificazione del concetto di attendibilità. La comparabilità, infine, ultima delle caratteristiche richieste all'informazione contabile, sottende la capacità di confronto dell'informazione stessa nel tempo e nello spazio, cioè tra periodi diversi e tra diverse realtà aziendali, comportando la coerenza e la continuità nel tempo dei metodi di valutazione e di rappresentazione utilizzati nella redazione del bilancio.

Il framework, oltre a sottolineare l'importanza di queste caratteristiche nell'ottenimento di un quadro chiaro e fedele della situazione aziendale, richiama la necessità di ricercare un ragionevole equilibrio tra le stesse, in particolare tra la significatività e l'attendibilità, compito lasciato alla capacità e al giudizio professionale del redattore del bilancio.

³⁰ Ivi, pag 16. Par. 2.16

³¹ Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, p.99

1.4. I contenuti dell'informativa di bilancio

Nei principi contabili internazionali IAS/IFRS non vi è alcun documento, né alcuna interpretazione SIC/IFRIC, che riguardi i criteri di redazione dei bilanci di una società in liquidazione³². Si evince quindi come il concetto della continuità aziendale (*going-concern*) sia un elemento guida non solo nella preparazione di tutta l'informativa di bilancio ma soprattutto per lo IASB nella elaborazione di nuovi standard.

Tale principio è infatti più volte ripreso all'interno del Conceptual Framework dove si raccomanda la direzione aziendale di intraprendere, preventivamente alla preparazione del bilancio, una valutazione sulla capacità dell'impresa di continuare a operare come un'entità in funzionamento.

Inoltre, nel caso in cui la direzione aziendale intenda liquidare l'entità o interromperne l'attività venga a conoscenza, nel fare le proprie valutazioni, di significative incertezze relative ad eventi o condizioni che possano comportare l'insorgere di seri dubbi sulla capacità dell'entità di continuare a operare come un'entità in funzionamento, allora tali incertezze devono essere evidenziate, unitamente ai criteri in base ai quali ha redatto tale bilancio.

Tale premessa è strumentale per definire che i contenuti dell'informativa di bilancio che verranno presentati sono rivolti alle sole aziende che predispongono il bilancio in base ai principi IAS/IFRS secondo il principio della continuità aziendale.

Per la redazione del bilancio conforme ai principi IAS/IFRS, lo IAS 1 stabilisce la base di presentazione del bilancio ed i requisiti minimi per illustrare le voci della situazione patrimoniale-finanziaria, del conto economico complessivo, e delle variazioni di patrimonio netto dell'impresa.

Lo IAS 1 definisce i criteri per la presentazione del bilancio redatto con scopi di carattere generale, al fine di assicurarne la comparabilità sia con riferimento ai bilanci dell'entità di esercizi precedenti, sia con i bilanci di altre entità. Il principio espone, inoltre, la disciplina di carattere generale per la presentazione dei bilanci, le linee guida per la loro struttura e le disposizioni minime per il loro contenuto.

Partendo dalla composizione del bilancio, esso risulta composto da 4 schemi principali e dalle note al bilancio:

- Prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria (stato patrimoniale)
- Prospetto di conto economico
- Rendiconto finanziario: documento utilizzato per fornire agli utilizzatori del bilancio le informazioni sui flussi monetari verificatesi durante l'esercizio
- Prospetto delle variazioni di patrimonio netto
- Note al bilancio: hanno la funzione di aggiungere e precisare informazioni ricavabili dai prospetti di bilancio (Prospetto della situazione finanziaria-patrimoniale e Prospetto di conto economico complessivo).

Al fine del presente lavoro si prenderanno in considerazione i primi tre schemi di bilancio accompagnati dalle note integrative, tralasciando il prospetto delle variazioni di patrimonio netto.

³² OIC – Organismo Italiano di Contabilità, *I bilanci di liquidazione delle imprese IAS compliant*, Guida 5 Maggio 2010

1.4.1. Prospetto di stato patrimoniale

Lo schema di stato patrimoniale riclassificato secondo i principi IAS prevede una distinzione di fonti ed impieghi di capitale in base al criterio della esigibilità/liquidità, ovvero in funzione del tempo entro cui, rispettivamente, devono essere regolati gli impegni di pagamento o il ritorno alla condizione monetaria.

Lo IAS 1 identifica quindi una riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale definendo come arco temporale un periodo equivalente al ciclo operativo dell'attività caratteristica d'impresa, oppure, nel caso esso non sia identificabile, una durata convenzionale di 12 mesi, equivalente ad un esercizio amministrativo.

Vengono così distinte:

- Attività correnti: ovvero tutte le attività destinate ad essere realizzate entro la fine del normale ciclo operativo, oppure possedute per essere vendute o consumate entro la fine dell'esercizio successivo. Inoltre, sono ritenute attività correnti le disponibilità liquide ed i mezzi equivalenti.
- Attività non correnti: individuata come categoria residuale della quale fanno parte tutte le attività diverse da quelle correnti
- Passività correnti: categoria composta da tutte quelle passività per quali è prevista l'estinzione nel corso del normale ciclo operativo, oppure tutte quelle passività detenute con finalità di negoziazione o che debbano essere estinte entro 12 mesi dalla chiusura dell'esercizio.
- Passività non correnti: Individuata come categoria residuale per tutte quelle passività diverse da quelle correnti.

Lo IAS 1 non prevede una struttura rigida dello schema di stato patrimoniale. Tuttavia, la sua struttura si caratterizza per essere nel contempo *obbligatoria* e *flessibile*. Obbligatoria, in quanto è previsto comunque un "*contenuto minimo*"; flessibile perché è rimessa alla discrezionalità del redattore del bilancio la possibilità di effettuare delle aggiunte.

Uno degli aspetti innovativi dei principi contabili internazionali è il sistematico riferimento al principio del cosiddetto *fair value*³³, come criterio base o alternativo per l'iscrizione in bilancio delle attività e delle passività in luogo del criterio tradizionale del *costo storico*. Con *fair value* si intende: "*il corrispettivo al quale un bene può essere scambiato, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione equa*"³⁴. Si tratta, quindi, di un valore che scaturisce da uno contesto di *scambio* caratterizzato dall'assenza di asimmetrie informative fra soggetti interessati al bene oggetto di negoziazione e con lo stesso potere contrattuale. La corrispondenza tra *fair value* e valore di mercato presuppone l'ipotesi dell'esistenza di un mercato *efficiente*, assunzione che rende molto complessa la stima del valore equo che rimane molte volte un concetto altamente astratto.³⁵

La determinazione del *fair value* presuppone quindi un processo di valutazione molto complesso che nella prassi operativa può seguire diverse impostazioni:

³³ In particolare tale criterio è richiamato in: IAS 16 le immobilizzazioni materiali, IAS 25 gli investimenti finanziari classificati come attività correnti, IAS 38 le immobilizzazioni immateriali, IAS 39 gli strumenti

³⁴ Cfr IFRS 13.

³⁵ Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, pp. 95-99

- stima a valori di mercato: nel caso in cui sia presente per quelle attività/passività un mercato di riferimento attivo dove avviene una negoziazione efficiente.
- stima mediante l'adozione di moltiplicatori "causali": metodologia che è volta ad individuare un prezzo probabile come multiplo di una grandezza espressione di performance aziendale (tali metodi sono molto utilizzati per calcolare il "*valore di mercato dell'equity*" oppure il cosiddetto "*enterprise value*").³⁶
- stima a valori prospettici: si determina il valore di un bene attraverso l'attualizzazione dei futuri flussi di cassa che si suppone deriveranno dall'uso continuato di un'attività e dal suo valore residuo al momento della dismissione della stessa

³⁶ IAS 36.

1.4.2. Prospetto di conto economico

La novità più rilevante introdotta dallo IAS 1 in vigore dal 1° Gennaio 2009 riguarda senza dubbio la struttura ed il contenuto del conto economico. Secondo quanto disposto dal paragrafo 81, un'entità IAS/IFRS *adopter* deve presentare tutte le voci di costo e di ricavo rilevante in un esercizio alternativamente:

- I. In un unico prospetto di *conto economico complessivo*
- II. In due prospetti: un prospetto che mostra le componenti dell'utile (perdita) d'esercizio (conto economico separato) ed un secondo prospetto che partendo dall'utile (perdita) mostra le voci del prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo chiamato *comprehensive income statement*

Il principio di competenza riportato nel Framework e richiamato dal paragrafo 28 dello IAS 1, riconosce come attribuibili all'esercizio gli elementi patrimoniali e reddituali, a prescindere dalla realizzazione dello scambio o dal completamento del processo produttivo. L'elemento discriminante, affinché le voci possano essere iscritte a bilancio, è rappresentato dalla probabilità che i flussi di benefici economici futuri in entrata o in uscita, associati a tali elementi, siano controllati dall'impresa e che quest'ultima possa misurarli in modo attendibile. Inoltre, l'impostazione data dallo IASB, concepisce costi e ricavi come variazioni del valore di attività e passività, di conseguenza risultano di competenza economica e contribuiscono alla creazione della ricchezza in un certo periodo sia i valori certi perché maturati e realizzati come risultato di transazioni, sia i valori incerti maturati ma in attesa di realizzazione³⁷, che derivano dai cambiamenti di valore degli elementi patrimoniali valutati al *fair value*. Questi ultimi precedentemente esclusi dal prospetto tradizionale *profit & loss*, vengono valorizzati nell'ambito del *Comprehensive Income Statement*³⁸.

In base alle indicazioni contenute nel Framework e nello IAS 1 *revised*, tutte le variazioni di patrimonio netto che non derivano dalle operazioni svolte con i soci in quanto tali, rientrano nella definizione di *income e expenses* e devono essere rappresentate nel conto economico complessivo, al suo interno articolato in due categorie di valori: *profit & loss* e *other comprehensive Income*. Le nuove regole di rappresentazione prevedono che la sezione *profit & loss* accolga tutti i valori che rientrano nella definizione di *income e expense*, salvo quelli che, secondo quanto previsto dai singoli principi, rientrano nella categoria delle *Other Comprehensive Income*.

La diversa collocazione degli items all'interno del *Comprehensive Income* e il differente trattamento contabile che ne deriva, dipendono dalla dimensione reddituale dei singoli elementi considerati.

Il *comprehensive income statement* presenta il totale delle variazioni di patrimonio netto intervenute nel periodo, salvo quelle che derivano da operazioni dirette con i soci, comprendendo:

- valori realizzati e non realizzati³⁹, rientranti nella definizione di costi e ricavi che partecipano alla formazione del reddito netto;

³⁷ Agliana F, Allini A., Incollingo A., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, Regole e applicazioni*, Quarta edizione, Giappichelli, Torino, 2016.

³⁸ Pisani M., *La misura delle prestazioni nel bilancio di esercizio: Il Comprehensive Income Statement*, Franco Angeli, Milano, 2007

³⁹ I valori non realizzati accolti nella sezione *profit & loss* contribuiscono alla formazione del net income in virtù della loro *significatività e attendibilità*. La significatività deriva dal fatto che questi elementi sono detenuti al fine di sfruttarne le variazioni di valore nel tempo, in quanto svincolati dalla struttura produttiva aziendale.

- valori che, pur rientrando nella definizione di costi e ricavi, non partecipano alla formazione del reddito netto; questi sono riportati come “altre componenti di conto economico complessivo”.

Gli items che presentano elevata forza reddituale contribuiscono direttamente alla formazione del reddito figurando nella sezione profit & loss e partecipano solo indirettamente alla variazione del patrimonio netto. Esempi di questi sono variazioni di fair value di: investimenti immobiliari, strumenti finanziari di copertura da fair value hedge, attività e passività detenute per la negoziazione, partecipazioni in imprese controllate, utili e perdite attuariali da fair value su piani pensionistici a benefici definiti⁴⁰, differenze di cambio su elementi monetari. Altri elementi, invece, comportano solo un incremento diretto delle riserve del patrimonio netto e non partecipano alla formazione del reddito. Sono esclusi infatti dalla sezione profit & loss e rappresentati come Other Comprehensive Income valori quali: variazioni di fair value su immobilizzazioni materiali e immateriali, utili/perdite da rideterminazione del valore di attività finanziarie disponibili per la vendita, la parte efficace di utili/perdite su strumenti finanziari di copertura da cash flow hedge, rivalutazioni dei piani pensionistici a benefici definiti, differenze di cambio su elementi non monetari⁴¹.

L'importanza di una configurazione di prospetto di conto economico complessivo risiede nel fatto che esso consente un legame concettuale fra *book value* e *market value*. Il prospetto, quindi, deve considerare le variazioni di patrimonio netto espresse dallo Stato Patrimoniale ricomprendendo tutte le componenti della ricchezza generata nel periodo, inclusi i non-owner changes in equity⁴².

Lo IASB non impone una struttura rigida del documento di conto economico complessivo e lascia agli amministratori la libertà di definire le voci, i subtotali e le classificazioni al fine di una rappresentazione più accurata della situazione economica. Tuttavia, vengono indicate due modalità alternative di rappresentazione:⁴³

- *Single-statement approach*: un prospetto unico comprensivo di una sezione dedicata al reddito netto (utile/perdita dell'esercizio), una sezione complementare riportante le altre componenti di conto economico complessivo.
- *Two-statement approach*: in questo caso la performance complessiva si ricava da due prospetti distinti; il primo riporta il reddito netto (l'utile/perdita dell'esercizio) e il secondo, partendo dal reddito netto, riporta le altre componenti di conto economico complessivo e il risultato complessivo dell'esercizio.

Il paragrafo 82 dello IAS 1 definisce un contenuto minimo obbligatorio⁴⁴ che il prospetto di conto economico complessivo deve rispettare; nel caso di un prospetto unico:

L'attendibilità, invece, deriva dalla loro realizzabilità a breve termine e dall'autonomia dei loro flussi di cassa da quelli generati dalle altre attività dell'impresa, che li rende più attendibilmente stimabili.

Pisani M., *La misura delle prestazioni nel bilancio di esercizio: Il Comprehensive Income Statement*, Franco Angeli, Milano, 2007, p. 254.

⁴⁰ 3 Si veda lo IAS 19 che presenta un'eccezione al par. 93 A.

⁴¹ Bellandi F., *Dual reporting for equity and other comprehensive income under IFRS and US/GAAP*, Wiley, UK, 2012

⁴² Maynard J., *Financial accounting, reporting and analysis*, second edition, Oxford University press, UK, 2017

⁴³ paragrafo 54, IAS 1.

⁴⁴ IAS 1, par. 10A.

- a) Ricavi,
- b) Oneri finanziari,
- c) Quota dell'utile o della perdita di imprese collegate e joint ventures contabilizzate con il metodo del patrimonio netto,
- d) Oneri tributari,
- e) Totale:
 - i. Plusvalenza o minusvalenza, al netto degli oneri fiscali, delle attività operative cessate,
 - ii. Plusvalenza o minusvalenza, al netto degli effetti fiscali, rilevata a seguito della valutazione al fair value (valore equo) al netto dei costi di vendite, o della dismissione delle attività o del/dei gruppo/i in dismissione che costituiscono l'attività operativa cessata,
- f) Utile/perdita dell'esercizio,
- g) Sezione comprendente le voci che non saranno successivamente riclassificate nell'utile/perdita di esercizio,
- h) Sezione comprendente le voci che, al presentarsi di determinate condizioni, saranno riclassificate nell'utile/perdita dell'esercizio,
- i) Totale di conto economico complessivo.

Il *two-statement approach* prevede nel prospetto riportante l'utile/perdita dell'esercizio:

- a) Ricavi,
- b) Oneri finanziari,
- c) Quota dell'utile o della perdita di imprese collegate e joint ventures contabilizzate con il metodo del patrimonio netto,
- d) Oneri tributari,
- e) Totale:
 - iii. Della plusvalenza o minusvalenza, al netto degli oneri fiscali, delle attività operative cessate,
 - iv. Della plusvalenza o minusvalenza, al netto degli effetti fiscali, rilevata a seguito della valutazione al fair value (valore equo) al netto dei costi di vendite, o della dismissione delle attività o del/dei gruppo/i in dismissione che costituiscono l'attività operativa cessata.
- f) Utile/perdita dell'esercizio.

Mentre nel prospetto delle *altre componenti di conto economico complessivo* richiede come contenuto minimo obbligatorio:

- a) Utile/perdita dell'esercizio,
- b) Sezione comprendente le voci che non saranno successivamente riclassificate nell'utile/perdita di esercizio,
- c) Sezione comprendente le voci che, al presentarsi di determinate condizioni, saranno riclassificate nell'utile/perdita dell'esercizio,
- d) Totale di conto economico complessivo.

In merito al contenuto minimo degli schemi di conto economico complessivo, regolato dallo IAS 1, è necessario soffermarsi su due aspetti: l'eliminazione dell'aria straordinaria e la classificazione dei costi operativi per natura o per destinazione. Secondo i principi contabili IAS/IFRS non è possibile esibire voci di costo e di ricavo come componenti straordinarie in quanto tali elementi sono tutti riconducibili al business dell'impresa, a prescindere dalla loro imprevedibilità, ricorrenza e imputabilità all'attività tipica dell'entità.

Il *Board* delinea le motivazioni della propria scelta nel "*Basis for conclusions*" dello IAS 1 constatando che le voci trattate come straordinarie derivano in realtà da normali rischi imprenditoriali cui l'entità è esposta e grazie a tale precisazione vengono eliminate le separazioni artificiose degli effetti degli eventi aziendali, molto spesso utilizzate con lo scopo di "migliorare" il reddito operativo dell'impresa ed i conseguenti indici di performance.

Tuttavia il paragrafo 97 dello IAS 1 prevede la possibilità di un'indicazione separata di voci di costo e di ricavo di rara frequenza quando queste possono incidere in modo rilevante sulla capacità dell'impresa di generare mezzi finanziari in futuro come ad esempio: svalutazioni, ristrutturazioni aziendali, cessioni di partecipazioni, attività operative cessate, contenziosi.⁴⁵

Infine per quanto riguarda le modalità di classificazione dei costi operativi Lo IAS 1 lascia elevata discrezionalità all'impresa prevedendo che essa possa esporre, nel prospetto di conto economico o nelle note esplicative, un'analisi dei costi usando una classificazione basata sulla natura degli stessi o sulla loro destinazione.⁴⁶ La scelta del metodo dipende da fattori storici, dalla natura e dall'attività svolta dall'entità; entrambi i metodi forniscono informazioni sui costi, che potrebbero variare in misura diretta o indiretta, in relazione all'andamento della produzione o delle vendite.

In ogni caso lo IAS 1 delinea che l'informativa sulla *natura* dei costi è utile nel prevedere i futuri flussi finanziari: quindi, è richiesto ai redattori di bilancio che optino per una classificazione dei costi per destinazione di riportare un'ulteriore informativa sulla natura di questi.

Il metodo della classificazione dei costi per natura consiste nell'esporre nel prospetto di conto economico complessivo le componenti negative di reddito in funzione della natura del fattore produttivo.⁴⁷

I costi sono distinti ed elencati in base "*al tipo di fattori produttivi al quale si possono ritenere collegati. Si dice anche che i costi vengono distinti ed elencati in base al titolo originario del loro sostenimento*".⁴⁸

Tale classificazione "*consente di percepire agevolmente le relazioni tra valori di Conto economico e le rilevazioni della contabilità sistematica, nonché tra valori del conto economico e i prezzi di riferimento negoziati.*"⁴⁹

⁴⁵ Azzali S., Quagli A., *I principi contabili internazionali: caratteristiche, struttura, contenuto*, Giappichelli, Torino, 2013.

⁴⁶ IAS 1, paragrafi 99-105,

⁴⁷ Con la classificazione per natura, i costi si suddividono in base alla causa economica dell'evento che ha prodotto il costo. Organismo Italiano di contabilità, *Principio internazionale n. 12, composizione e schemi del bilancio di esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi*, 2005.

⁴⁸ Caramiello c., Di Iazzaro F., Fiori G., *Inddici di bilancio*, Giuffrè, 2003, Milano.

⁴⁹ Superti Furga F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 2004, pag. 85.

Presentazione di conto economico complessivo in un singolo prospetto, con classificazione dei costi nell'utile (perdita) di esercizio per natura

Ricavi

Altri proventi

Variazione delle rimanenze di prodotti finiti e prodotti in corso di lavorazione

Lavori in economia e capitalizzati

Materie prime di consumo e utilizzate

Costi per benefici ai dipendenti

Ammortamenti

Riduzione di valore di immobili, impianti e macchinari

Altri costi

Quote di utili di società collegate

Risultato prima delle imposte

Imposte sul reddito

Utile netto d'esercizio derivante da attività operative in esercizio

Risultato delle attività non correnti destinate alla vendita, al netto delle imposte

Utile netto d'esercizio

Altre componenti di conto economico complessivo:

Differenze di cambio su conversione dei bilanci di una gestione estera

Utili e perdite su attività finanziarie disponibili per la vendita

Utili e perdite sulle coperture dei flussi finanziari

Variazione della riserva di rivalutazione

Utili (perdite) attuariali da piani pensionistici a benefici definiti

Quota delle componenti di conto economico complessivo in società collegate

Imposte sul reddito relative alle altre componenti di conto economico complessivo

Altre componenti di conto economico complessivo per l'esercizio al netto delle imposte

TOTALE CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO PER L'ESERCIZIO

Fonte: IAS 1, *Guida applicativa*

Il metodo dei costi per destinazione (o a costo del venduto) classifica i costi in base al contributo che essi apportano alle diverse funzioni dell'impresa.

Questo metodo, pur lasciando al redattore del bilancio un considerevole grado di discrezionalità in talune allocazioni che potrebbero portare ripartizioni arbitrarie, secondo quanto definito dallo IAS 1, può fornire agli utilizzatori informazioni più significative rispetto alla classificazione dei costi per natura.⁵⁰

⁵⁰ IAS 1 Paragrafo 103.

Prospetto di conto economico complessivo in un singolo prospetto, con classificazione dei costi nell'utile (perdita) di esercizio per destinazione

Ricavi

Costo del venduto

Utile lordo

Altri proventi

Costi di distribuzione

Costi amministrativi

Altri costi

Oneri finanziari

Quote di utili di società collegate

Utile (perdita) prima delle imposte

Imposte sul reddito

Utile (perdita) dalle attività di funzionamento

Utile (perdita) da attività dismesse

UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO

Altre componenti di conto economico complessivo:

Differenze di cambio derivanti dalla conversione di gestioni estere

Rideterminazione di attività finanziarie disponibili per la vendita

Variazione strumenti di copertura di flussi finanziari

Rivalutazione immobili

Utili (perdite) attuariali da piani a benefici definiti

Quote di altre componenti di conto economico complessivo di società collegate

Imposte sul reddito relative a altre componenti di conto economico complessivo

Altre componenti di conto economico complessivo, al netto delle imposte

TOTALE CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO D'ESERCIZIO

Fonte: IAS 1, *Guida applicativa*

1.4.3. Il Rendiconto finanziario

L'analisi sui flussi finanziari di un'entità è utile per gli utilizzatori del bilancio per valutare la capacità della società di produrre disponibilità liquide e mezzi equivalenti e per determinare la necessità del loro impiego.

La disciplina, i contenuti e la forma del rendiconto finanziario sono definiti dallo IAS 7, principio che ha la finalità di richiedere informazioni sulle variazioni nel tempo delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti di un'entità distinguendo tra tre aree indipendenti:⁵¹

- Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa,
- Flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento
- Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento durante l'esercizio.

L'ammontare dei flussi finanziari derivanti dall'attività operativa è un indicatore chiave della misura in cui l'attività *core* dell'entità ha generato flussi finanziari sufficienti a garantire una remunerazione agli investitori, ma soprattutto sostenere, in tutto o in parte, la crescita aziendale assicurando un apporto di liquidità sufficiente a finanziare l'attività di investimento senza ricorrere a fonti di finanziamento esterne all'entità.

I flussi finanziari generati dall'attività operativa derivano prevalentemente dalle principali attività generatrici di ricavi dell'entità (dalle operazioni di gestione e dagli altri fatti e operazioni che partecipano alla determinazione dell'utile o della perdita d'esercizio).

Data l'importanza della determinazione del flusso di cassa derivante dall'attività operativa, i principi contabili internazionali prevedono due modalità per presentarne le variazioni:

- *Metodo diretto*: per mezzo del quale sono indicate le principali categorie di incassi e di pagamenti lordi;
- *Metodo indiretto*: per mezzo del quale l'utile o la perdita d'esercizio è rettificato dagli effetti delle operazioni di natura non monetaria, da qualsiasi differimento o accantonamento di precedenti o futuri incassi o pagamenti operativi, e da elementi di ricavi o costi connessi con i flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento o di finanziamento.

Con il metodo diretto, la disciplina prevede che possano essere ottenute le informazioni sulle principali categorie di incassi e pagamenti lordi alternativamente:

- dalle registrazioni contabili dell'entità;
- Rettificando i valori delle voci di conto economico come le vendite, il costo del venduto (interessi attivi e proventi finanziari simili e interessi passivi e oneri finanziari simili per un istituto finanziario) e altre voci con:
 - i. variazioni delle rimanenze e dei crediti e debiti generati dall'attività operativa avvenute nel corso dell'esercizio
 - ii. altri elementi non monetari;

⁵¹ Si ricorda che secondo quanto previsto dallo IAS 1, il rendiconto finanziario diventa un pilastro fondamentale obbligatorio dell'informativa di bilancio per tutte le società che hanno vedano i propri titoli negoziati su mercati regolamentati.

- iii. altri elementi per i quali gli effetti monetari sono flussi finanziari da attività di investimento o di finanziamento.

Flussi finanziari derivanti dell'attività operativa: Metodo Diretto

Incassi da clienti
 Altri incassi
 (Pagamenti a fornitori per acquisti)
 (Pagamenti a fornitori per servizi)
 (Pagamenti al personale)
 (Altri pagamenti)
 (Imposte pagate sul reddito)
 Interessi incassati/(pagati)
 Dividendi incassati

Flusso finanziario dell'attività operativa

(Fonte OIC 10 il rendiconto finanziario, Dicembre 2016)

Con il metodo indiretto, il flusso finanziario netto derivante dall'attività operativa è determinato rettificando⁵² l'utile o la perdita per gli effetti di:

- i. Variazioni delle rimanenze e dei crediti e debiti generati dall'attività operativa avvenute nel corso dell'esercizio;
- ii. Elementi non monetari quali l'ammortamento, gli accantonamenti, le imposte differite, gli utili e le perdite su cambi non realizzati, gli utili di collegate non distribuiti, e le quote di pertinenza di terzi; e
- iii. Tutti gli altri elementi i cui effetti monetari sono flussi finanziari dall'attività di investimento o di finanziamento.

A. Flussi finanziari derivanti dalla gestione operativa: Metodo indiretto

Utile (perdita) dell'esercizio

Imposte sul reddito
 Interessi passivi/(interessi attivi)
 (Dividendi)
 (Plusvalenze)/minusvalenze derivanti dalla cessione di attività

1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione

Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto

Accantonamenti ai fondi
 Ammortamenti delle immobilizzazioni
 Svalutazioni per perdite durevoli di valore
 Altre rettifiche per elementi non monetari

2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn

Variazioni del capitale circolante netto

⁵² Mediante il metodo indiretto l'utile (o la perdita) dell'esercizio è rettificato con lo scopo di trasformare i componenti positivi e negativi di reddito in incassi e pagamenti (cioè in variazioni disponibilità liquide).

Decremento/(incremento) delle rimanenze	
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti	
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori	
Decremento/(incremento) ratei e risconti attivi	
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi	
Altre variazioni del capitale circolante netto	
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn	
<hr/>	
<i>Altre rettifiche</i>	-
Interessi incassati/(pagati)	
(Imposte sul reddito pagate)	
Dividendi incassati	
Utilizzo dei fondi	
4. Flusso finanziario dopo le altre rettifiche	
<hr/>	
1+2+3+4 Flusso finanziario derivante dall'attività operativa	

(Fonte OIC 10 il rendiconto finanziario, Dicembre 2016)

L'informazione relativa ai flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento deriva da acquisizioni e cessioni di attività immobilizzate; i principali flussi esplicitamente espressi dallo IAS 7 sono:

- a) pagamenti per acquistare immobili, impianti e macchinari, beni immateriali e altre attività a lungo termine. Questi pagamenti comprendono quelli relativi ai costi di sviluppo capitalizzati e a immobili, impianti e macchinari costruiti internamente;
- b) entrate dalla vendita di immobili, impianti e macchinari, attività immateriali e altre attività a lungo termine;
- c) pagamenti per l'acquisizione di strumenti rappresentativi di capitale o di debito di altre entità e partecipazioni in joint venture (diversi dai pagamenti per i titoli assimilati alle disponibilità liquide equivalenti o posseduti a scopo commerciale o di negoziazione);
- d) incassi dalla vendita di strumenti rappresentativi di capitale o di debito di altre entità e partecipazioni in joint venture (diverse dalle entrate per i titoli assimilati alle disponibilità liquide equivalenti o posseduti a scopo di negoziazione commerciale);
- e) anticipazioni e prestiti concessi a terzi (diversi da anticipazioni e prestiti concessi da un istituto finanziario);
- f) incassi derivanti dal rimborso di anticipazioni e prestiti concessi a terzi (diversi da anticipazioni e prestiti concessi da un istituto finanziario);
- g) pagamenti per contratti future, contratti forward, contratti di opzione e contratti swap eccetto quando i contratti sono posseduti a scopo commerciale o di negoziazione, o i pagamenti rientrano nell'attività di finanziamento; e
- h) incassi derivanti da contratti future, contratti forward, contratti di opzione e contratti swap eccetto quando i contratti sono posseduti a scopo commerciale o di negoziazione, o gli incassi rientrano nell'attività di finanziamento.

L'indicazione dei flussi finanziari derivanti dalle attività di finanziamento, infine, è importante perché essa è utile nella previsione di richieste sui futuri flussi finanziari da parte di chi fornisce i capitali all'entità. Esempi di flussi finanziari derivanti da attività di finanziamento sono:

- a) Incassi derivanti dall'emissione di azioni o altri strumenti rappresentativi di capitale
- b) Pagamenti ai soci per acquistare o liberare le azioni dell'entità
- c) Incassi derivanti dall'emissione di obbligazioni, prestiti, cambiali, titoli a reddito fisso, mutui e altri finanziamenti a breve o a lungo termine;
- d) rimborsi di prestiti
- e) pagamenti da parte del locatario per la riduzione della passività esistente relativa a un leasing.

L'analisi integrata del rendiconto finanziario nelle sue tre parti può fornire un'ampia gamma di indicazioni per gli users dell'informativa di bilancio: la cassa generata dall'attività operativa deve garantire all'azienda la capacità di autofinanziarsi, e quindi coprire l'assorbimento di cassa necessario per sostenere gli investimenti. Essi rappresentano una componente fondamentale, non solo per garantire all'impresa la capacità di generare redditività ma anche per favorire una continuità nel processo di creazione di valore e consolidare le competenze distintive che determinano il proprio vantaggio competitivo.

La capacità di generare cassa dalle operazioni di gestione può quindi essere indicativo sia in ottica di previsione di richieste sui futuri flussi finanziari da parte dei finanziatori dell'entità, ma anche sullo stato di salute dell'azienda e sulla fase del ciclo di vita che l'ente sta attraversando.

Ci aspetteremo, infatti, che un'azienda in fase di start-up non sia in grado di generare liquidità dalla sua attività operativa ma che copra tale fabbisogno, prevalentemente strumentale ad investimenti, attraverso il cash derivante dai finanziamenti (esterni o di soci).

Diversamente un'azienda già affermata che intende consolidare la propria crescita dovrebbe, in situazioni di equilibrio, autofinanziare i propri investimenti con i flussi di cassa derivanti dalle operazioni di gestione. Infine un'entità che opera in un mercato maturo e che si appresta ad entrare in una fase di declino utilizzerà la cassa generata dall'attività operativa, unita ad eventuali disinvestimenti di immobilizzazioni, per ripagare i finanziamenti ricevuti e garantire una remunerazione agli *shareholders*.

Definire il quadro teorico sui contenuti della disciplina contabile internazionale è stato ritenuto propedeutico al processo di costruzione degli indici economico-finanziari che verrà presentata nei capitoli successivi; infatti, senza una corretta contestualizzazione, non sarebbe possibile garantire un'interpretazione coerente dei suddetti indicatori poiché verrebbe a mancare la cornice che circoscrive il fine ultimo verso il quale l'analisi finanziaria per indici è rivolta; ovvero un'analisi dell'informativa di bilancio che garantisca a tutti gli *stakeholders* non solo la confrontabilità nel tempo e nello spazio dei dati ma anche una prospettiva degli scenari aziendali nel prevedibile futuro.

2. Il processo di analisi finanziaria per indici

L'applicazione delle tecniche di analisi di bilancio consente di investigare sulla situazione economico-finanziaria del sistema azienda; in particolar modo, l'analista, attraverso l'interrogazione, estrapolazione ed elaborazione di dati di carattere quantitativo contenuti negli schemi di bilancio e nelle note integrative, si propone di indagare sullo stato di equilibrio o disequilibrio del complesso aziendale.

Questa analisi volta all'individuazione dell'equilibrio aziendale risulta così importante in quanto tale equilibrio rappresenta un elemento inscindibile con il concetto di azienda; in altre parole, a prescindere dalle finalità istituzionali perseguite, per continuare ad operare autonomamente in un tempo indefinito, l'azienda deve perseguire condizioni di equilibrio *“a valere nel tempo”*.⁵³

Dalle riflessioni sin qui svolte, emerge chiaramente che per continuare ad essere un istituto destinato a perurare, l'azienda deve essere in *“equilibrio”*.

In particolare devono essere perseguiti due ordini di equilibrio:

- Equilibrio economico
- Equilibrio finanziario

Analizzando il significato di equilibrio economico è opportuno ricordare il pensiero di Amaduzzi che descrive tale equilibrio come uno *“stato di minimo soddisfacimento per l'imprenditore in relazione al fine economico che si propone, [...] La situazione obiettiva dell'equilibrio (economico) si ha, dopo aver remunerato tutti i fattori della produzione, dalla prima unità positiva che si consegue e che designa la prima unità di profitto”*.⁵⁴

Tuttavia occorre precisare che nell'ambito di tale teoria il profitto non è inteso come l'utile o il reddito, bensì *“l'utile si ottiene senza calcolare fra i costi, l'interesse sul capitale calcolato ad un tasso non comprensivo del rischio e la remunerazione di dirigenza dell'imprenditore. Il profitto si ha perciò quando dall'utile tolgono questi due altri elementi di computo e designa la remunerazione economica del rischio dell'impresa. L'impresa è profittevole quando dà un utile superiore alla remunerazione che avrebbe il capitale proprio investito al di fuori dell'impresa ed alla remunerazione che avrebbe l'imprenditore, in quanto impiegasse la sua attività come dipendente da altre imprese”*.

In sintesi la generazione di profitto è quindi la manifestazione dell'azienda di operare in condizioni che consentono almeno di ripristinare, in un orizzonte temporale ampio, la ricchezza consumata nello svolgimento della gestione, precisando come non si voglia intendere che l'azienda si proponga di ripristinare, con il flusso di ricavi, esattamente le risorse consumate nella gestione, quanto, piuttosto, anche di contribuire alle esigenze di crescita dell'azienda.⁵⁵

In altre parole, l'equilibrio economico si ha quando i costi relativi all'utilizzazione dei fattori produttivi sono reintegrati pienamente dai ricavi relativi alla produzione ottenuta⁵⁶

Per accertarsi quindi che l'azienda sia in equilibrio economico, occorre verificare che, per un tempo non breve, i ricavi siano tali da coprire i costi, comprensivi anche di un margine soddisfacente per la remunerazione del capitale

⁵³ Giannessi E., 1960, *Le aziende di produzione originaria*, vol. 1, Giuffrè Milano, pag. 72

⁵⁴ Amaduzzi. A *“Il sistema produttivo dell'impresa nelle condizioni del suo equilibrio e nel suo andamento”* Accademia italiana di economia aziendale, Aldo Amaduzzi *Studi di economia aziendale Nuova edizione delle pubblicazioni originarie*, Edizioni Kappa, Roma, 1995.

⁵⁵ Sòstero. U., Ferrarese p., *Analisi di bilancio, strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè Milano, 2000, pag. 7.

⁵⁶ Caramiello.C., *L'azienda, alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè Milano, 1988, pag. 72.

di rischio⁵⁷. Detto margine deve essere congruo, e cioè coprire in modo adeguato per il compenso dell'opera prestata, per il capitale apportato ed il compenso riconosciuto al capitale investito nella gestione per il rischio sopportato.

Come già accennato, l'analisi sul perseguimento dell'equilibrio economico deve essere verificata nei limiti di "breve e di lungo andare" attraverso l'analisi della redditività: entro i limiti di breve andare l'equilibrio può esprimere condizioni di tipo contingente, mentre l'equilibrio tra ricavi e costi nel lungo andare si ricollega alle possibilità di evoluzione dell'entità aziendale.⁵⁸

Un discorso a parte merita, in tale ambito, il mantenimento dell'efficienza del capitale. Infatti, poiché vi sia equilibrio economico, il flusso dei ricavi deve essere in grado di coprire i costi, comprensivi del margine equo, nonché di consentire il mantenimento dell'efficienza economico-finanziaria della gestione. Su tale argomento Caramiello scriveva che per avere equilibrio economico è necessario che i ricavi coprano i cosiddetti costi prospettici di ricostruzione, e cioè i costi previsti per il *rinnovo reintegrativo*.⁵⁹

Se il flusso dei ricavi non è in grado di coprire i costi di rinnovo reintegrativo, allora, il sistema aziendale non è in grado di finanziare con fonti "interne", il mantenimento della capacità produttiva equivalente a quella precedente che è annullata nella produzione ottenuta e venduta nel corso dell'esercizio, salvo il caso che non si faccia ricorso all'apporto di nuovi capitali. Il reddito conseguito non è quindi in grado, in questo caso, di mantenere i medesimi livelli di efficienza nel tempo.

Nella condizione, particolarmente positiva, in cui i ricavi siano in grado di coprire il costo dei fattori produttivi connessi al rinnovo *incrementativo*, allora l'azienda finanzierebbe con risorse *interne* il proprio sviluppo.

Come anticipato il solo equilibrio economico non è in grado di assicurare la perdurabilità dell'azienda nel tempo. Occorre che siano soddisfatte anche le condizioni dell'equilibrio finanziario. Infatti, seppur i fatti dell'impresa trovano la loro origine nello svolgersi delle operazioni economico tecniche dalle quali deriva la produzione del reddito, è pur vero che la fase conclusiva dei fatti dell'impresa si concretizza nelle variazioni monetarie.⁶⁰

L'equilibrio finanziario, quindi, sussiste quando le entrate monetarie sono sufficienti sia nel breve che nel medio-lungo periodo, a coprire il fabbisogno delle uscite monetarie. L'azienda deve quindi far fronte alle proprie obbligazioni con i mezzi finanziari di cui dispone.

L'indagine dell'equilibrio finanziario aziendale può essere impostata diversamente a seconda se l'oggetto di osservazione riguardi l'aspetto *statico* o l'aspetto *dinamico* della gestione:

- La metodologia di tipo dinamico: può riguardare sia l'aspetto storico che quello prospettico della vita aziendale e trova la sua rappresentazione nel rendiconto finanziario
- La metodologia di tipo statico: analizza e confronta aggregati desunti dalla riclassificazione di poste dello stato patrimoniale

⁵⁷ Caramiello. C *L'equilibrio economico della gestione. Alcune riflessioni sulla proiezione nel "tempo prospettico"*. In *Scritti in Onore di Carlo Masini*, Torino Primo, Egea, Milano 1993.

⁵⁸ Sartori E., *Bilancio IAS/IFRS e analisi per indici*, FrancoAngeli, 2012, pag. 147

⁵⁹ Caramiello C., ult. Op cit. pag. 78 e ss. La dottrina indica come rinnovo reintegrativo, il processo volto all'acquisizione dei fattori produttivi che hanno le medesime capacità qualitative e/o quantitative di quelli consumati. Discorso diverso vale invece per il rinnovo incrementativo che riguarda la sostituzione dei fattori produttivi consumati con alcuni qualitativamente e/o quantitativamente superiori ai precedenti.

⁶⁰ "Il funzionamento finanziario non riflette, quindi, un aspetto autonomo della vita dell'impresa, ma un aspetto derivato se pur particolarmente espressivo; un risultato cioè in completa dipendenza coi caratteri della gestione economico-tecnica" Ceccherelli A., *Il linguaggio dei bilanci*, Le Monnier, Firenze, 1950, pag. 327.

Attraverso la combinazione di queste due tecniche è possibile studiare con completezza la capacità dell'azienda di mantenere tendenzialmente l'equilibrio finanziario sia nel breve termine che nel medio lungo termine. L'analisi della solvibilità aziendale si distingue così nel primo caso in analisi di *liquidità*, mentre nel secondo si parlerà di analisi di *solidità*.⁶¹

Ciò detto, la suddivisione degli equilibri in un'ottica temporale non deve far dimenticare che il finanziamento d'impresa è un processo unitario e che le diverse combinazioni di finanziamento devono essere messe a *sistema* in una visione unitaria.

Le nozioni sin qui esposte fanno emergere chiaramente due profili dell'equilibrio della gestione, uno economico e l'altro finanziario, i quali, però, sono rappresentativi di un'unica realtà aziendale: questi sono connessi tra loro seppur non strettamente interdipendenti.

È possibile, infatti, che nel breve periodo un'azienda si trovi in equilibrio economico pur attraversando temporanee crisi dal punto di vista finanziario, tuttavia nel medio lungo periodo le relazioni tra i due tipi di equilibrio tendono a rafforzarsi e quindi la consistenza di entrambi è necessaria per garantire la sopravvivenza e la crescita dell'entità aziendale. Per tale motivo, considerando il fenomeno della gestione come un processo unitario, l'analisi di bilancio si pone l'obiettivo di studiare questi due aspetti in modo sistematico.

L'analisi di bilancio, oltre a rappresentare uno strumento utile per valutare l'espressività e la credibilità dei dati di bilancio, costituisce un supporto valido per diagnosticare in modo ragionevolmente rapido, lo "stato di salute" dell'impresa, attraverso la costruzione di indicatori che, letti in modo integrato, forniscono un "quadro segnaletico" in modo chiaro e sintetico.⁶²

La tecnica dell'analisi di bilancio consiste in una rielaborazione dei dati economico-finanziari "estrapolati" appunto dal bilancio di esercizio al fine di delineare la possibile evoluzione dell'andamento dell'impresa nel tempo. Questo, come noto, è un documento che informa sul risultato economico conseguito nell'esercizio e sulla connessa valutazione del patrimonio aziendale in un certo istante, configurandosi quindi come uno strumento che contiene informazioni sulla gestione passata.⁶³ Seppur con certi limiti, i dati economico finanziari possono avere anche un rilievo informativo prospettico, mantenendo la consapevolezza che questi possono non tener conto degli effetti delle nuove operazioni di gestione che si manifestano nell'esercizio successivo al quale il bilancio si riferisce; l'analista, quindi, in fase di *estrapolazione* dei dati di bilancio per individuare le determinanti dell'equilibrio economico e finanziario dell'azienda, deve sempre ricordare che le finalità legali degli schemi di bilancio, non sempre coincidono con quelle volte ad indagare lo "stato di salute" dell'impresa.

In base a quanto delineato, risulta necessaria una riclassificazione dei suddetti schemi in prospetti elaborati secondo una data struttura più idonea allo studio e all'individuazione delle determinanti degli equilibri reddituali e finanziari dell'impresa.

Al riguardo, benché gli schemi messi a punto dalla dottrina siano numerosi, le elaborazioni più utilizzate nella prassi economico-aziendale sono:

- La riclassificazione secondo il criterio finanziario

⁶¹ Sartori E op. cit pag. 152

⁶² Caramiello c., Di Lazzato F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano 2003 pag. 10 e ss.

⁶³ Organismo italiano di contabilità, *principio contabile nazionale n.11 Bilancio d'esercizio – Finalità e postulati*, 2005.

- La riclassificazione secondo il criterio della *pertinenza gestionale*.⁶⁴

Ultimata questa fase è possibile verificare il grado di redditività e solvibilità dell'azienda attraverso la costruzione degli indicatori ottenuti dai prospetti di bilancio riclassificati. Tali indicatori, tuttavia, assumono significato solo se comparati nel tempo e nello spazio; infatti attraverso l'esame della dinamica temporale è possibile studiare l'evoluzione finanziaria reddituale di un'impresa e la fase evolutiva delle proprie condizioni di gestione, mentre, mediante l'analisi "spaziale" — che può essere condotta prendendo come riferimento gli indici delle principali imprese concorrenti o quelli riferiti alla media del settore di appartenenza — l'impresa può valutare come gli aspetti della propria gestione si posizionano rispetto ai *competitors* ed individuarne eventuali cause ed azioni correttive per migliorare la propria performance e la propria situazione finanziaria.⁶⁵

In una fase conclusiva, l'analisi svolta sulla rielaborazione dei dati di stato patrimoniale e conto economico viene integrata con la cosiddetta analisi per flussi ricorrendo generalmente al prospetto di rendiconto finanziario, il quale mette in evidenza le variazioni della liquidità che si sono manifestate nell'esercizio a cui il bilancio si riferisce.⁶⁶ Nel rendiconto finanziario, le operazioni di gestione che si sono verificate durante l'esercizio sono analizzate in base all'effetto che queste hanno apportato sulla situazione finanziaria, distinguendole sia in base al segno, ovvero se hanno appostato un *cash-in* o un *cash-out*, sia in base alla natura delle operazioni stesse distinguendo tra reddituali e patrimoniali. La gestione reddituale infatti attiene al flusso dei ricavi e costi determinando il perseguimento dell'equilibrio economico mentre i flussi della gestione patrimoniale, come ad esempio l'accensione di debiti o il loro rimborso, l'investimento o il disinvestimento delle immobilizzazioni, non hanno effetto sulla gestione reddituale.⁶⁷

⁶⁴ Liberatore g., Musaiò A., Capitale e reddito. "Il principio dellq coerenza nella valutazione d'azienda", *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, Vol 1-2, pag. 57

⁶⁵ Sartori E op. cit pag 155 e ss.

⁶⁶ Caramiello C., *Il rendiconto finanziario. Introduzione alla tecnica di redazione*, Giuffrè, Milano 1993, pag. 10.

⁶⁷ Caramiello C., *Il rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano,1993, pag 135 e ss.

2.1. Riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale.

La riclassificazione finanziaria si basa sulla caratteristica delle attività di trasformarsi in forma liquida (realizzabilità) e delle passività di originare esborsi finanziari (esigibilità). La riclassificazione finanziaria è certamente quella più diffusa per le analisi di bilancio e si basa sulla distinzione temporale delle attività e delle passività senza distinguere tra la diversa natura degli investimenti e dei finanziamenti.

Sotto il profilo finanziario le passività a breve termine sono sia quelle derivanti dall'attività dell'impresa (denominate anche passività operative) sia quelle derivanti dai prestiti ottenuti dal sistema bancario (denominate passività finanziarie). Lo stesso vale per le attività a breve termine che vengono distinte in base alla loro *liquidità* senza distinguere tra quelle operative e quelle finanziarie. L'obiettivo primario della riclassificazione finanziaria è identificare le categorie omogenee di attività e passività in funzione della loro realizzabilità ed esigibilità.

Nel prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria IAS/IFRS, le fonti e gli impieghi sono classificati in base alla distinzione "correnti" e "non correnti" determinata sulla base di due criteri discriminatori:

- Criterio del ciclo operativo
- Criterio finanziario⁶⁸

Il ciclo operativo, così come definito dalla disciplina IAS/IFRS è il tempo che intercorre tra l'acquisizione dei beni per il processo produttivo e la loro realizzazione in disponibilità liquide o mezzi equivalenti. Quando la durata del normale ciclo operativo non è esplicitamente identificabile, allora si suppone che questa sia pari a 12 mesi.

Una volta determinata la durata del ciclo operativo e classificate di conseguenza le attività e passività in correnti/non correnti, rimangono escluse tutte quelle poste patrimoniali che non appartengono al normale ciclo operativo dell'impresa, ovvero quelle che afferiscono ai finanziamenti attinti e concessi, che devono essere classificate secondo il criterio finanziario *puro*⁶⁹, ovvero sulla base della loro realizzazione/estinzione entro od oltre i 12 mesi. Per queste ultime poste non è necessaria quindi alcuna rielaborazione ai fini della riclassificazione. Supponendo la presenza di attività o passività non correnti destinate alla vendita, un prospetto di situazione patrimoniale-finanziaria potrebbe essere rappresentato in questo modo:

⁶⁸ IAS 1, paragrafo 66 viene precisato che un'entità deve classificare un'attività come corrente quando:

- a) si suppone realizzi l'attività, oppure la possiede per la vendita o il consumo, nel normale svolgimento del suo ciclo operativo
- b) la possiede principalmente finalità di negoziazione
- c) si presuppone realizzi l'attività entro 12 mesi dalla data di chiusura dell'esercizio
- d) l'attività è costituita da disponibilità liquide o mezzi equivalenti, a meno che non sia vietato scambiarla o utilizzarla per estinguere una passività per almeno 12 mesi dalla data di chiusura dell'esercizio

Parallelamente, la medesima indicazione è fornita per le poste patrimoniali del passivo.

⁶⁹ Sartori E, op. cit Pag 203

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ
Attività non correnti	Patrimonio Netto
Attività Correnti	Passività non correnti
	Passività correnti
Attività non correnti destinate alla vendita	Passività relative ad attività non correnti destinate alla vendita
<i>Totale attivo</i>	<i>Totale passivo</i>

Fonte: Sartori E., "Bilancio IAS/IFRS e analisi per indici" p.204

Data la struttura presentata, le attività del prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria risultano articolate in tre classi:

- Attività non correnti
- Attività correnti
- Attività non correnti possedute per la vendita

Le passività invece, sono distinte in:

- Patrimonio netto
- Passività non correnti
- Passività correnti
- Passività non correnti relative ad attività correnti destinate alla vendita

Mentre per tutte quelle attività non connesse al ciclo operativo la riclassificazione non si rende neanche necessaria, la complessità nella costruzione di uno stato patrimoniale IAS/IFRS riclassificato secondo il criterio finanziario permane per tutte le voci afferenti al ciclo operativo, quali ad esempio rimanenze e crediti (o debiti commerciali) in quanto il criterio discriminativo è proprio la durata del ciclo operativo. Può accadere, infatti, che all'interno delle poste patrimoniali classificate come correnti, siano incluse poste patrimoniali realizzabili o estinguibili oltre i 12 mesi, qualora la durata del ciclo operativo sia superiore ai 12 mesi.

In tale caso per riclassificare queste voci di bilancio secondo il criterio finanziario, occorrerà distinguere la parte che verrà estinta/realizzata entro l'esercizio successivo, e quella che verrà realizzata/estinta oltre l'esercizio successivo.

È lecito pensare che la conoscenza di tali informazioni sfugga ad un analista esterno all'azienda, avendo come conseguenza l'impossibilità di proseguire in tale processo di riclassificazione dello stato patrimoniale IAS/IFRS, in realtà si osserva che l'individuazione di attività e passività correnti è sempre possibile, in quanto qualunque sia il metodo di presentazione adottato, un'entità deve indicare l'importo che si prevede di realizzare/regolare entro o oltre i 12 mesi per ciascuna voce patrimoniale⁷⁰.

⁷⁰ IAS 1, Paragrafo 61

Le considerazioni fatte per le poste patrimoniali correnti valgono, *a contrariis*, per le poste patrimoniali non correnti; di conseguenza tutte quelle voci che non afferiscono al ciclo operativo non necessitano di una riclassificazione in quanto sono già iscritte a bilancio secondo il criterio finanziario, mentre, per tutte le altre legate alla durata del ciclo operativo, sarà cura dell'analista andare ad identificare nel dettaglio la parte che verrà realizzata/estinta entro od oltre l'esercizio successivo sulla base dell'indicazione fornita dall'entità analizzata.

Per quanto riguarda la classificazione di impieghi e fonti nella categoria non corrente, essa avviene per via residuale; infatti tutte le poste patrimoniali che non rientrano nella categoria della attività o passività correnti, sono considerate a lungo termine.⁷¹

Una considerazione a parte deve essere effettuata per le attività non correnti destinate alla vendita e le relative passività. L'IFRS 5 contiene le indicazioni utili per valutare se tali attività (o un gruppo in dismissione) siano classificabili come possedute per la vendita: detta condizione si verifica se il valore contabile dell'attività sarà recuperato principalmente con una operazione di vendita anziché con il suo uso continuativo.

Affinché ciò avvenga, devono essere soddisfatte le seguenti condizioni alla data di chiusura dell'esercizio⁷²:

- L'attività deve essere disponibile per la vendita immediata
- La vendita deve essere altamente probabile
- La direzione deve essere impegnata in un programma per la dismissione
- Devono essere state avviate attività volte all'individuazione di un acquirente
- L'attività o il gruppo in dismissione vengono offerti in vendita ad un prezzo ragionevolmente approssimato al loro *fair value*
- Il completamento della vendita è previsto entro un anno dalla data della classificazione e le azioni richieste per completare il programma di vendita dovrebbero dimostrare l'improbabilità che il programma possa essere significativamente modificato o annullato.

Ai fini della riclassificazione finanziaria, le attività e le passività non correnti classificate come disponibili per la vendita appartengono agli impieghi e alle fonti correnti, in quanto si tratta di poste patrimoniali recuperabili o esigibili entro i 12 mesi⁷³

Passando infine all'analisi del patrimonio netto, il corpo dei principi contabili internazionali non dedica uno specifico IAS/IFRS al patrimonio netto, tuttavia è possibile rinvenire alcune indicazioni utili per la riclassificazione in alcuni principi quali IAS 1, IAS 8, IAS 10, IAS 32, IFRS 2:⁷⁴

- I. Il capitale sociale IAS/IFRS è esposto al netto dei crediti verso soci per versamenti ancora dovuti in quanto questa voce non è prevista nello schema di stato patrimoniale;⁷⁵

⁷¹ Per alcune poste patrimoniali è prevista esplicitamente la loro appartenenza alla categoria non corrente, come previsto dallo IAS 39 per gli strumenti finanziari disponibili per la vendita, nonché per le imposte anticipate e le passività per imposte differite (IAS 1, Paragrafo 56).

⁷² IFRS 5, paragrafo 6 e ss.

⁷³ Sartori E, op. cit Pag 210

⁷⁴ Organismo italiano di contabilità, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali*, 2005, pag. 102

⁷⁵ Organismo italiano di contabilità, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali*, 2005, pag. 105

- II. Il valore nominale delle azioni proprie riacquistate viene esposto in diminuzione del capitale emesso;⁷⁶
- III. La quota di utile destinata alla distribuzione non è rilevata come una passività alla data della chiusura dell'esercizio di riferimento, anche nel caso in cui i dividendi vengono dichiarati dopo la chiusura dell'esercizio ma prima che sia autorizzata la pubblicazione del bilancio, in quanto a quel momento non esiste alcuna obbligazione verso i soci. I dividendi sono indicati nelle note di bilancio secondo quanto previsto dallo IAS 1;

Ai fini della riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale, occorre quindi operare le seguenti modifiche:

- I crediti verso soci per versamenti ancora dovuti devono essere riclassificati tra gli impieghi dell'attivo fisso o dell'attivo circolante in base alla scadenza di tale credito;
- Le azioni proprie appartengono alla classe delle immobilizzazioni finanziarie dell'attivo fisso se destinate ad essere detenute durevolmente, altrimenti nelle attività correnti se l'ottica è quella di alienarle entro la fine dell'esercizio successivo;
- I dividendi deliberati sono riclassificati tra le passività correnti dello stato patrimoniale finanziario;

Per quanto sopra illustrato, la riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale presenta cinque classi principali che possono essere sintetizzate nel seguente schema:

STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO	
IMPIEGHI	FONTI
Attivo Fisso	Mezzi propri
	Passività consolidate
Attivo circolante	Passività correnti
CAPITALE INVESTITO	CAPITALE DI FINANZIAMENTO

Fonte: Elaborazione propria

A questo punto si può osservare che lo schema IAS/IFRS sembra coincidere, pur con alcune differenze (ricinducibili prevalentemente alla presenza delle attività e delle passività non correnti disponibili per la vendita), allo schema dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario.

Tuttavia, sulla base delle considerazioni svolte, si deve ricordare che le classi correnti/non correnti dello schema IAS/IFRS con quello riclassificato finanziario potrebbero non coincidere qualora la durata del ciclo operativo sia diversa da quella dell'esercizio. Se ricorre tale situazione, l'analista dovrà riclassificare tali voci di bilancio secondo il cosiddetto criterio finanziario puro, distinguendo la parte che sarà realizzata/estinta entro l'esercizio successivo da quella che sarà realizzata/estinta oltre l'esercizio successivo, ricordando che tale distinzione è

⁷⁶ IASB, 2009, IAS 32 paragrafo 34.

sempre possibile in quanto lo IAS 1 al paragrafo 61 obbliga le entità a indicare – qualunque sia il metodo di presentazione adottato – l'importo che si prevede di realizzare/regolare entro/oltre i 12 mesi successivi.

Un'ulteriore complicazione da considerare sta nel fatto che il *framework* identifica il patrimonio netto come un aggregato *residuale*, definito come la differenza tra attività e passività in bilancio.⁷⁷ Questo infatti, comprende come già accennato nelle sezioni precedenti, i valori economico-finanziari derivanti dall'applicazione del concetto del *fair value* ad alcune poste patrimoniali, con riferimento in modo particolare alle riserve specificatamente previste dal sistema IAS/IFRS derivanti dalla valutazione delle attività al *fair value*.

⁷⁷ Organismo Italiano di contabilità, 2005, *principio contabile internazionale n. 28: Il patrimonio netto*. www.fondazioneoic.eu.

2.2. Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale

La classificazione degli impieghi e delle fonti secondo il criterio della pertinenza gestionale permette di svolgere la cosiddetta analisi della redditività delle diverse aree in cui si articola la gestione aziendale.

La classificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della *pertinenza gestionale* individua, generalmente, le seguenti *aree di gestione*. Per la corretta classificazione degli elementi patrimoniali nelle specifiche aree, occorre, preliminarmente, far riferimento all'attività tipica svolta dall'impresa, ossia quella che caratterizza la gestione stessa dell'impresa.

La riclassificazione del prospetto di stato patrimoniale secondo il *criterio della pertinenza gestionale* individua generalmente le seguenti aree della gestione:⁷⁸

- *Area operativa*: Inerente all'attività tipica e caratteristica dell'impresa; questa si estrinseca nelle operazioni di acquisizione dei fattori produttivi necessari per la produzione e nelle operazioni di cessione di beni e/o servizi erogati dall'impresa. Essa costituisce l'area principale in quanto una corretta gestione consente ad essa di raggiungere e mantenere l'equilibrio economico nel tempo. Pertanto un'azienda che registra perdite già a livella della gestione operativa, difficilmente sarà in grado di perseguire condizioni di equilibrio economico nel lungo periodo;
- *Area extra-operativa*: Si riferisce ad un sistema di operazioni collaterali a quelle dell'attività tipica dell'impresa. Quest'area comprende tutte quelle attività che producono un reddito "autonomo", quali i crediti di finanziamento e le partecipazioni. Risulta piuttosto semplice individuare le attività patrimoniali *extra-operative* in quanto esse risultano slegate ed autonome rispetto al complesso delle risorse aziendali impiegate in combinazione con gli altri fattori produttivi dell'impresa per la generazione dei ricavi.

Per quanto riguarda le passività non-operative, queste comprendono la gestione dei debiti di finanziamento, ossia di quelle risorse monetarie ottenute a titolo di capitale di credito concesse dai soggetti finanziatori cui corrisponde una remunerazione esplicita attraverso gli interessi passivi.

Gli investimenti sono non-operativi se si riferiscono invece alle partecipazioni, alle somme liquide dell'impresa e sono più in generale attività relative all'area non operativa. Con riferimento alle partecipazioni (ma vale anche per le liquidità) si ritiene opportuno effettuare alcune osservazioni. Infatti, le imprese possono detenere partecipazioni per diversi motivi, tra i quali:

1. integrazione orizzontale o verticale del business di impresa: ad esempio, l'impresa potrebbe detenere partecipazioni per acquisire determinati fattori produttivi da specifici mercati o per motivi organizzativi, ma in ogni caso sono partecipazioni che sono fondamentali allo svolgimento del core business dell'impresa;
2. diversificazione degli investimenti dell'impresa, dai quali si intende ricevere un ritorno in termini di dividendi.

Ciò detto, in alcuni casi, le partecipazioni possono essere considerate operative o finanziarie. In particolare, le partecipazioni di cui al precedente punto 1 sono da considerarsi operative mentre quelle indicate nel punto sub 2 sono da considerarsi finanziarie.

⁷⁸ Sartori E, op. cit Pag 158 e ss

Laddove le partecipazioni sono indicate come investimento finanziario significa che sono investimenti non operativi;⁷⁹

- *Area tributaria:* Accoglie le operazioni relative all'insieme di rapporti che intercorrono tra l'impresa e l'erario. Nello schema di stato patrimoniale riclassificato non sono rappresentate autonomamente gli elementi patrimoniali appartenenti all'area straordinaria o tributaria. La motivazione sta nel fatto che il sistema IAS/IFRS vieta la presentazione delle voci di costo e di ricavo come componenti straordinarie;⁸⁰ tale divieto è stato introdotto con lo IAS 1 e successivamente con lo IAS 8 *revised* con lo scopo di evitare una separazione arbitraria degli effetti delle operazioni di gestione nel conto economico di un esercizio. Lo *standard setter* ha motivato la decisione evidenziando che le voci trattate come straordinarie derivano dai normali rischi imprenditoriali cui l'entità è esposta e dal fatto che tale evidenziazione determinava una separazione artificiosa degli effetti degli eventi aziendali. Dunque, gli elementi configurabili come "straordinari" non sono effettivamente generati da impieghi o fonti di tipo operativo od extra-operativo e quindi per coerenza le suddette voci presentate all'interno di uno stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio di pertinenza gestionale, devono appartenere alle due categorie presentate. Per quanto riguarda l'area tributaria, gli impieghi o le fonti di tipo tributario non si configurano autonomamente nello stato patrimoniale riclassificato per aree gestionali. Questi sono pertinenti alla gestione operativa o alle altre gestioni, per cui, risulta coerente ripartire i valori patrimoniali delle imposte tra le varie aree, secondo un criterio razionale. Tale ripartizione non è sempre possibile per un analista esterno, perciò la soluzione frequentemente adottata è quella di classificare tali poste patrimoniali nell'area operativa, fatti salvi i casi in cui la nota integrativa non fornisca informazioni sufficienti per operare una classificazione più precisa tra le diverse aree.⁸¹

Applicando il criterio della pertinenza gestionale, lo stato patrimoniale si presenta secondo il seguente schema:

STATO PATRIMONIALE FUNZIONALE	
IMPIEGHI	FONTI
Capitale investito operativo	Mezzi propri
Impieghi extra operativi	Debiti finanziari
Scorta Liquida	Debiti commerciali
CAPITALE INVESTITO	CAPITALE DI FINANZIAMENTO

Fonte: Sartori E., *Bilancio IAS/IFRS e analisi per indici*, FrancoAngeli, pag 161

La sezione dell'attivo consente di evidenziare le seguenti classi di valori patrimoniali:

- Il capitale investito operativo
- Gli impieghi extra operativi

⁷⁹ Devalle A., Pisoni P., *Analisi finanziaria*, Giuffrè Editore, 2013, pag. 82

⁸⁰ IAS 1, Paragrafo 87.

⁸¹ Sartori E, op. cit.

- La scorta liquida

Il capitale investito nell'area operativa comprende tutte le attività che sono impiegate nella produzione e vendita di beni e servizi che richiedono l'utilizzo combinato e sistematico dei fattori produttivi dell'impresa; questi possono essere distinti in *impieghi strutturali* quali, ad esempio, immobilizzazioni materiali e immateriali e impieghi legati al ciclo operativo della gestione, comprendenti le giacenze di magazzino ed i crediti commerciali. Il secondo aggregato, quello degli impieghi extra-operativi, di contro, comprende tutte quelle attività in grado di produrre reddito *autonomo*, rappresentando impieghi collaterali all'attività tipica dell'impresa (crediti di finanziamento, partecipazioni in altre imprese volte a generare reddito sotto forma di dividendi, ritenute non operative, ed immobili di proprietà dell'impresa concessi in locazione a terzi dai quale l'azienda ritrae un provento sotto forma di fitto attivo).

In merito alla scorta liquida, questa si compone generalmente delle disponibilità presso le banche e della liquidità esistente in cassa. Per una riclassificazione di tipo funzionale, le disponibilità liquide sono considerate come attività non operative.⁸²

Per quanto riguarda le fonti, sono distinte tre macro voci nello stato patrimoniale funzionale:

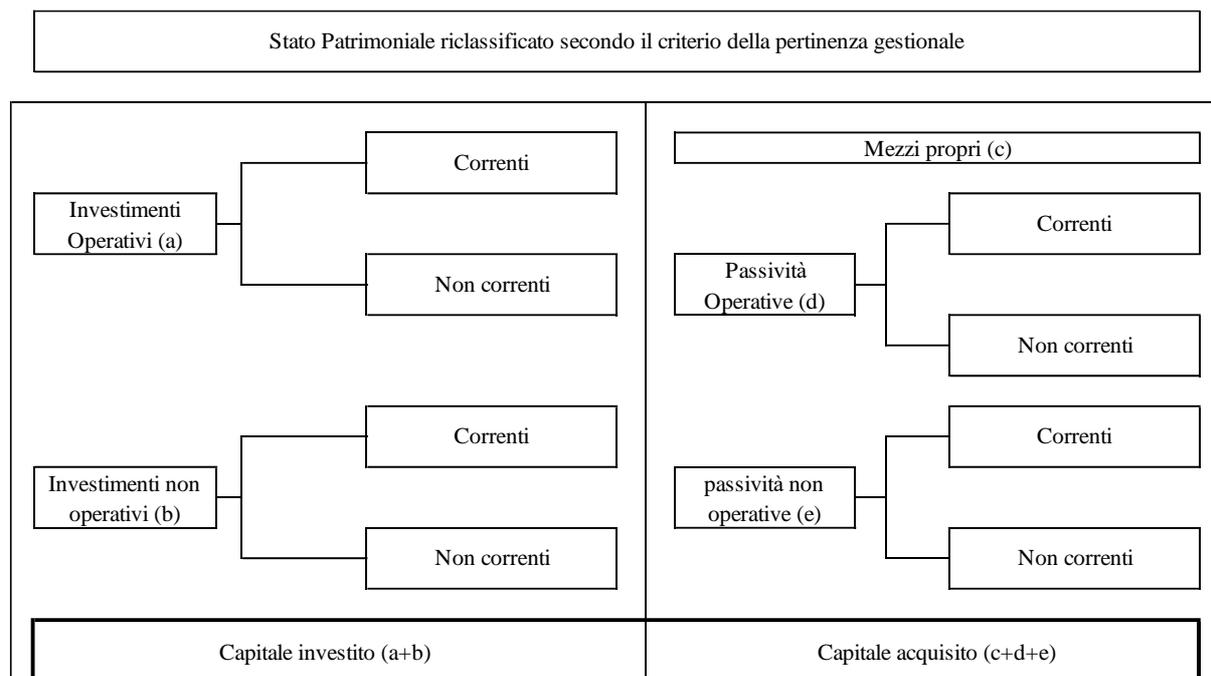
- Mezzi propri
- Debiti finanziari
- Debiti commerciali

La prima categoria è costituita ai mezzi propri, i quali sono remunerati attraverso gli utili prodotti dalla gestione, sia che essi vengano distribuiti o che vengano destinati all'autofinanziamento; l'utile distribuito costituisce il provento finanziario ricevuto dall'investitore a fronte del finanziamento a titolo di capitale di rischio. L'utile non distribuito strumentale all'autofinanziamento dell'impresa, determina un incremento del valore dell'investimento effettuato dall'azionista e, di conseguenza, è anch'esso una remunerazione per il socio.

I debiti finanziari sia a breve che a lungo termine rientrano nelle passività non operative in quanto, come anticipato, rappresentano quelle passività cui corrisponde una remunerazione esplicita attraverso gli interessi passivi. Rientrano in questa categoria i debiti verso banche, i prestiti obbligazionari, i debiti verso soci e tutti i debiti verso altri soggetti, comprese le imprese appartenenti al gruppo.

L'ultima categoria è costituita dai debiti commerciali. Con tale espressione si fa riferimento ai debiti che originano delle dilazioni di pagamento ottenute a fronte dell'acquisto di fattori produttivi impiegati nella gestione caratteristica. A titolo esemplificativo possono rientrare in tale categoria i debiti verso fornitori, debiti verso enti previdenziali, debiti verso i dipendenti per il trattamento di fine rapporto o i debiti tributari. Gli investimenti operativi e non operativi da un lato e le passività operative e finanziarie dall'altro possono essere distinte in funzione del loro ciclo di utilizzo nell'ambito della durata del ciclo operativo, ovvero in correnti e non correnti, ottenendo così il seguente schema riassuntivo:

⁸² Devalle A., Pisoni P., Op.cit, pag 82



Fonte: Devalle A., Pisoni P., *Op.cit*, pag 83

Lo stato patrimoniale, così riclassificato, consente di costruire ulteriori rappresentazioni sintetiche che dal lato degli impieghi permettono di stimare i fabbisogni finanziari determinati dalle diverse gestioni, mentre, dal lato delle fonti, consente di valutare la composizione dei capitali raccolti che soddisfano i suddetti fabbisogni.

Di seguito si propongono i principali risultati sintetici che si possono ottenere attraverso semplici operazioni aritmetiche delle voci⁸³:

- *capitale fisso netto operativo (CFNO)*: deriva dalle attività operative non correnti (immobilizzazioni immateriali e materiali) e comprende le eventuali partecipazioni (immobilizzazioni finanziarie) considerate come investimento strategico (e quindi operative) dell'impresa. Tali investimenti esauriscono la loro utilità in più cicli operativi, rappresentando quindi una risorsa durevole nell'attività *core* dell'impresa. Agli investimenti già riportati si aggiungono eventuali crediti derivanti dalla vendita di investimenti operativi e si sottraggono i debiti verso fornitori legati all'acquisto di investimenti, benefici ai dipendenti e fondi rischi ed oneri non correnti. Il capitale fisso netto operativo può essere positivo o negativo. Se il saldo del CFNO è positivo, allora questo è il valore che deve trovare una copertura attraverso fonti di finanziamento quali il patrimonio netto o i debiti finanziari; se negativo significa che l'impresa è stata in grado di finanziare le attività operative non correnti ricorrendo esclusivamente a passività operative non correnti. Dal punto di vista della copertura, il CFNO, considerando il fatto che gli elementi che lo compongono sono impieghi pluriennali, dovrebbe essere supportato da fonti di finanziamento proprie (patrimonio netto) o a medio-lungo termine.
- *capitale circolante netto operativo (CCNO)*: è rappresentato dalla differenza tra le attività operative correnti e le passività operative correnti. Al suo interno quindi, sono compresi l'acquisto dei fattori non durevoli quali la gestione dei crediti e debiti sia commerciali che con l'erario, rimanenze di magazzino ed eventuali fondi rischi ed oneri correnti. Quando il CCNO è negativo, significa che l'impresa non ha la

⁸³ Devalle A., Pisoni P., *Op.cit*, pag 84 e ss

necessità di ricorrere all'indebitamento finanziario per supportare il ciclo operativo dell'impresa. Se il saldo, al contrario, risulta positivo, allora significa che l'impresa non è stata in grado di finanziare le attività operative correnti ricorrendo esclusivamente all'indebitamento funzionale corrente, rendendo necessario il ricorso al capitale di debito per poter correttamente finanziare l'attività d'impresa.

- *capitale investito netto operativo (CINO)*: rappresenta l'insieme delle attività operative al netto delle relative passività operative che l'impresa utilizza per poter svolgere la propria attività. Il CINO è quindi l'ammontare netto delle risorse impiegate dall'impresa nella gestione caratteristica. Esso rappresenta il "vero" capitale investito nell'attività *core* che verrà utilizzato per i successivi calcoli di indicatori economici di redditività operativa.
- *capitale investito netto (CIN)*: è costituito dalla somma degli investimenti complessivi utilizzati per la realizzazione della gestione aziendale al netto di eventuali partecipazioni non strettamente legate al proprio business, in particolare si tratta di investimenti finanziari (non operativi) che non rientrano nella posizione finanziaria netta: infatti, esse devono essere sottoposte ad un processo valutativo poiché non sono prontamente liquidabili e sono soggette a oscillazioni di mercato. Il CIN rappresenta gli investimenti effettuati dall'impresa nella gestione caratteristica e finanziaria che devono trovare adeguata copertura nel capitale acquisito totale. Maggiore è il CIN maggiore sarà, di conseguenza, la richiesta di risorse finanziarie da parte dell'impresa sia a titolo di debito che capitale proprio.
- *posizione finanziaria netta (PFN)*: rappresenta l'indebitamento finanziario netto dell'impresa; la dottrina e la prassi hanno elaborato differenti modalità di calcolo, per mettere in evidenza soprattutto l'indebitamento finanziario netto a breve termine e l'indebitamento finanziario netto a medio-lungo termine.

Il documento OIC 6 relativo alla ristrutturazione dei debiti sottolinea che generalmente la posizione finanziaria netta viene calcolata come somma algebrica delle seguenti grandezze:

1. *posizione finanziaria netta corrente* determinata come somma delle disponibilità liquide, dei crediti finanziari e delle altre attività finanziarie correnti, al netto dei debiti bancari correnti, e della quota corrente dei debiti finanziari non correnti;
2. *posizione finanziaria netta non corrente* calcolata come sommatoria tra i debiti bancari non correnti, le eventuali obbligazioni emesse e gli altri debiti finanziari non correnti;

Nel bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali è necessario ricordare che il debito verso le società di leasing rientra nei debiti finanziari, di conseguenza risulta compreso all'interno della PFN di uno stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale.

Di seguito la configurazione della posizione finanziaria netta:

A. Cassa.....
B. Altre disponibilità liquide (dettagli)
C. Titoli detenuti per la negoziazione.....
D. Liquidità (A) + (B) + (C).....
E. Crediti finanziari correnti.....
F. Debiti bancari correnti.....
G. Parte corrente dell'indebitamento non corrente.....
H. Altri debiti finanziari correnti.....
J. Indebitamento finanziario corrente netto (I) – (E) – (D).....
K. Debiti bancari non correnti.....
L. Obbligazioni emesse.....
M Altri debiti non correnti.....
N. Indebitamento finanziario non corrente (K) + (L) + (M).....
O. Indebitamento finanziario netto (J) + (N).....

Fonte: Raccomandazione per l'attuazione uniforme dei prospetti informativi del Regolamento della Commissione Europea (CESR).

Se la posizione finanziaria netta è positiva significa che i debiti finanziari dell'impresa superano i crediti finanziari e la liquidità. Se, invece, la posizione finanziaria netta è negativa significa al contrario che crediti finanziari e le liquidità sono superiori ai debiti finanziari.

Dopo aver analizzato le varie aree dello stato patrimoniale riclassificato, supponendo la presenza di una posizione finanziaria netta positiva, si giunge ad uno schema complessivo riclassificato illustrato di seguito:

<i>Investimenti</i>	<i>Fonti di finanziamento</i>
Investimenti operativi non correnti — Passività operative non correnti Capitale fisso netto Operativo (CFNO) (a)	Patrimonio netto (d)
	Passività finanziarie correnti + non correnti
Investimenti operativi correnti — Passività operative correnti Capitale circolante netto operativo (CCNO) (b)	— Investimenti finanziari correnti + non correnti — —
Capitale investito netto operativo (CINO) (a+b)	Posizione finanziaria Netta (PFN) (e)
Altre attività e passività non operative (c)	
Capitale investito netto (CIN) (a+b+c)	Capitale acquisito netto (CAN) (d+e)

Fonte: rielaborazione schema: Devalle A., Pisoni P., Op.cit, pag.84

Il criterio di suddivisione in aree degli impieghi e delle fonti del capitale aziendale deve essere esteso ed applicato anche alle componenti positive e negative di reddito presenti nel conto economico, al fine di creare una corrispondenza biunivoca tra le grandezze *flusso* del conto economico e quelle *stock* dello stato patrimoniale per la costruzione di appropriati indicatori di redditività.

Adottando coerentemente il criterio della pertinenza gestionale al conto economico si ottiene uno schema di sintesi che presenta tale configurazione:

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO PER AREE
Reddito operativo
+/- Saldo area extra-caratteristica
EBIT
- oneri finanziari
<i>Reddito Lordo</i>
+/- imposte
<i>Reddito netto</i>

Fonte: Rielaborazione propria

2.3. Analisi della solvibilità

L'analisi della solvibilità è un metodo di indagine basato sull'utilizzo delle grandezze *statiche* contenute nello stato patrimoniale che sono destinate a generare flussi di valori finanziari. Il fine ultimo di questo processo è proprio quello di valutare la solvibilità aziendale intesa come la capacità di rispettare le obbligazioni aziendali che nascono dalle operazioni di gestione; infatti, il rischio più ricorrente, è quello che i flussi finanziari in uscita ed in entrata non siano bilanciati e, sulla base di tale squilibrio, possono essere generati diversi giudizi qualitativi sulla solvibilità dell'ente.⁸⁴

L'elemento discriminante che guiderà questo primo processo di analisi è determinato dal *grado di correlazione* tra le fonti e gli impieghi di capitale: affinché sia raggiunto e mantenuto il più generale equilibrio finanziario aziendale, deve essere soddisfatta la corrispondenza logica, da un punto di vista temporale, tra gli impieghi e le fonti. Tale corrispondenza è ritenuta soddisfatta *“Sia pure in prima approssimazione, quando gli investimenti a lento “rigiro” (Capitali fissi) sono coperti mediante finanziamenti con il vincolo di capitale o di credito a lunga scadenza, mentre quelli a “rapido rigiro” mediante finanziamenti con il vincolo di credito a breve scadenza”*.⁸⁵

Detto ciò, la riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale che è stata presentata precedentemente risulta fondamentale per valutare la solvibilità aziendale, tenendo presente che tale riclassificazione è stata effettuata utilizzando il criterio finanziario puro ovvero utilizzando l'esercizio amministrativo come criterio discriminatorio tra le classi correnti e quelle non correnti. Si ricorda, tuttavia, che tale riclassificazione potrebbe non coincidere con quella dello schema IAS/IFRS qualora la durata del ciclo operativo sia diversa da quella dell'esercizio.

L'analisi sull'equilibrio finanziario aziendale viene generalmente suddiviso in due dimensioni:

- Analisi della solidità;
- Analisi della liquidità;

L'analisi della solidità si occupa di valutare la correlazione tra fonti ed impieghi nel medio-lungo periodo, mentre l'analisi della liquidità si occupa delle medesime relazioni riferite, però, ad un ambito di indagine nel breve periodo e quindi per le classi patrimoniali che verranno estinte/realizzate entro l'esercizio successivo.⁸⁶

⁸⁴ Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, pag. 102

⁸⁵ Capaldo P., *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè Milano, 1967, pag. 4 e ss

⁸⁶ Di Lazzaro, Musco *op.cit.*

2.3.1. Analisi della solidità

L'analisi della solidità si occupa di analizzare la correlazione fonti-impieghi nel medio-lungo periodo, ovvero indaga la relazione tra entrate ed uscite monetarie: maggiore è la certezza che in previsione l'azienda riuscirà a rispettare le obbligazioni di pagamento con scadenza nel medio-lungo periodo, tanto più sarà considerata solida la sua struttura patrimoniale.

L'analisi della solidità può essere divisa su due livelli:

- Analisi della solidità di primo livello: analizza le relazioni tra le fonti di finanziamento permanenti e l'attivo fisso senza entrare nel merito della composizione delle stesse;
- Analisi della solidità di secondo livello: studia la composizione di fonti ed impieghi, ovvero dal lato delle fonti determina le modalità di finanziamento (esterne o interne) ed il grado di indebitamento, mentre per quanto riguarda gli impieghi, rapporta l'attivo fisso con l'attivo corrente per determinare il grado di elasticità/rigidità del capitale investito;

Il primo margine utilizzato nella prassi economico-aziendale per studiare il grado di correlazione tra fonti ed impieghi è il *quoziente primario di struttura*:

$$Q^I_S = \frac{MP}{AF}$$

Viene definito anche quoziente di auto-copertura dell'attivo fisso, misurando appunto il grado di copertura dell'attivo fisso (AF) attraverso i mezzi propri (MP).

Maggiore è risultato del rapporto, tanto più solida è ritenuta l'azienda poiché è considerato minore il rischio finanziario legato al futuro rinnovo del capitale a lento recupero.⁸⁷ Un margine inferiore ad uno non è necessariamente un segnale di disequilibrio strutturale. Infatti se la parte dell'attivo fisso non coperta dai mezzi propri viene finanziata attraverso passività a medio-lungo termine, verrebbe comunque rispettata la sincronizzazione tra fonti ed impieghi. In un'ottica quindi di medio lungo periodo l'attivo fisso dovrebbe essere finanziato attraverso passività consolidate.

Per verificare il mantenimento di tale condizione occorre riferirsi al *quoziente secondario di struttura*:

$$Q^{II}_S = \frac{MP+PC}{AF}$$

Questo quoziente indica in valore assoluto la percentuale delle immobilizzazioni che sono finanziate con fonti di finanziamento durevoli.

Nel caso in cui il quoziente secondario di struttura risultasse minore di uno, metterebbe in risalto l'insufficienza delle fonti durevoli a copertura dell'attivo fisso. Questo rappresenta un segnale che l'azienda potrebbe trovarsi di fronte ad uno squilibrio finanziario di breve periodo in quanto è evidente come la parte eccedente dell'attivo fisso

⁸⁷ op.cit. pag. 127 e ss.

sia finanziata da passività che diventeranno esigibili entro l'esercizio successivo non consentendo agli impieghi pluriennali di generare il proprio ciclo di generazione dei flussi monetari. In questo caso l'analisi della liquidità rende evidente il sovradimensionamento delle passività correnti rispetto all'attivo circolante.⁸⁸

Al contrario, un quoziente secondario di struttura maggiore di uno evidenzia un eccesso di immobilizzazioni che oltre a finanziare l'attivo fisso, coprono parte dell'attivo corrente determinando una rigidità generalmente ingiustificata della struttura finanziaria; quindi, il valore ottimale del quoziente secondario di struttura è di poco maggiore l'unità.

Di seguito si presenta uno schema riassuntivo sui giudizi di valore dei quozienti di struttura:

Quozienti di struttura		Solidità	Autonomia	Solvibilità
$Q^I_s \geq 1$	$Q^{II}_s = Q^I_s$	ottima	+++	+++
$Q^I_s = 1$	$Q^{II}_s = Q^I_s$	buona	++	+++
$0,6 < Q^I_s < 1$	$Q^{II}_s > 1$	discreta	+	++
$0,3 < Q^I_s < 0,5$	$Q^{II}_s > 1$	Appena sufficiente	—	+
$Q^I_s < 0,3$	$Q^{II}_s > 1$	insufficiente	— —	— / +
$0 < Q^I_s < 1$	$Q^{II}_s < 1$	Elevata vulnerabilità	— — — — / +	— — — —

Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*, pag. 129

La seconda fase di analisi della solidità, detta analisi di secondo livello, integra il significato dei valori dei quozienti ottenuti con l'analisi di primo livello, focalizzando l'attenzione sulla composizione delle fonti e degli impieghi. Dal lato delle fonti di finanziamento, l'ammontare dei mezzi propri viene rapportato sia con il totale del capitale raccolto (P_T) per determinare il quoziente di indebitamento complessivo (Q_D), sia con il totale dei debiti finanziari (D_{Fin}) per determinare il quoziente di indebitamento finanziario (Q_{Df}).

$$Q_D = \frac{PT}{MP} ; \quad Q_{Df} = \frac{D_{fin}}{MP}$$

Il quoziente di indebitamento complessivo, pur essendo un indice significativo per avere indicazioni circa l'indebitamento totale rispetto ai mezzi propri e di conseguenza per dare giudizi sulla condizione di rischio dell'ente e sul suo grado di autonomia finanziaria, è un risultato che molto spesso è "inquinato" da elementi del passivo che non sono pertinenti al finanziamento delle attivo consolidato; per esempio molto spesso al numeratore vengono sommati elementi quali: debiti commerciali che derivano prevalentemente da operazioni strumentali all'acquisto di materie prime e semilavorati; passività finanziarie correnti a sostegno dei cicli operativi ed infine accantonamenti e fondi per sopravvenienze future stimate. In ogni caso la dottrina ritiene che il rapporto debba

⁸⁸ Ivi, pag. 128.

essere al massimo pari ad 1 per garantire una combinazione equilibrata delle fonti ed una condizione sostenibile di dipendenza finanziaria da capitale di terzi.⁸⁹

Il quoziente di indebitamento finanziario garantisce una maggior significatività per quanto riguarda il livello di indebitamento in relazione alle fonti di finanziamento in senso proprio, ossia quelle che attengono esclusivamente all'acquisizione dei capitali per il finanziamento dell'attivo.⁹⁰

Questo *ratio* è molto significativo in quanto mostra il grado di indipendenza da finanziatori esterni per sostenere i processi di investimento ed allo stesso tempo fornisce indicazioni importanti sul profilo di rischio di insolvenza dell'azienda. In ogni caso il rapporto D/E ricoprirà un'importanza maggiore nell'analisi della redditività, poiché esprime l'intensità della leva finanziaria nella determinazione ROE, e quindi nella redditività del capitale proprio. Il valore ottimale per il rapporto D/E è comunemente considerato intorno all'unità;⁹¹ tuttavia è necessario considerare che il *ratio* è molto *industry-specific* in quanto dipende dalla struttura del capitale imposta dal settore di appartenenza. Di conseguenza risulta difficile generalizzare indicando una soglia oltre alla quale i debiti diventano troppo pesanti;⁹² rendendo così molto importante la comparazione di tale indicatore con quello dei *competitors* per determinare un valore di *benchmark*.

⁸⁹ Ivi, pag. 132.

⁹⁰ Ivi, pag. 133.

⁹¹ Rapporto debito-equity, Argomenti Il Sole 24 Ore, <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/rapporto-debitoequity.html>; Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore, pag. 133; Ferrero G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1963, pag. 156 e ss; Capaldo P., *Capitale proprio e capitale di credito del finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano 1967, pag 57.

⁹² Borsa Italiana, *Sotto la lente: Leverage*, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leverage.htm#>

2.3.2. Analisi di liquidità

Come anticipato l'analisi della liquidità indaga sulla capacità dell'impresa di mantenere l'equilibrio finanziario nel breve termine, misurando la capacità dell'ente di fronteggiare uscite monetarie attese entro i dodici mesi utilizzando sia la liquidità esistente, sia le entrate monetarie attese nel breve periodo.

L'analisi, anche in questo caso viene condotta su due livelli, entrambi volte a determinare la correlazione temporale tra le fonti e gli impieghi di capitale nel breve termine per valutare il rischio finanziario legato a squilibri tra entrate ed uscite nel breve periodo.⁹³

Nell'analisi di liquidità di primo livello vengono confrontate le disponibilità liquide e le attività di breve termine con le passività esigibili entro i dodici mesi. Il *current ratio* (o *quoziente di disponibilità*) (Q_d) verifica che il flusso monetario in entrata derivante dalla trasformazione in liquidità dell'attivo corrente assieme alle disponibilità di cassa (AC), siano sufficienti a rimborsare la richiesta simultanea di tutti i debiti a breve termine (PB).

$$Q_d = \frac{AC}{PB}$$

Il current ratio dovrebbe assumere un valore superiore all'unità in quanto se inferiore ad uno, le attività disponibili nel breve periodo non sarebbero sufficienti a rimborsare le passività correnti, determinando quindi un possibile *incaglio finanziario* con conseguenti ritardi nei pagamenti in quanto l'ente non avrebbe mezzi monetari sufficienti per far fronte alle obbligazioni in scadenza.

La macro voce dell'attivo corrente comprende al suo interno il magazzino, considerata la sottoclasse convertibile in liquidità con più difficoltà di tutto l'attivo circolante.⁹⁴

Per tale motivo è utile valutare la capacità dell'impresa di far fronte alle uscite monetarie in scadenza considerando al numeratore solo le liquidità immediate (LI) e differite (LD), escludendo quindi il valore del magazzino. Tale indice prende il nome di *quoziente primario di tesoreria* (*quick ratio*) (Q^I_T).

$$Q^I_T = \frac{LI+LD}{PB}$$

Un risultato superiore ad uno, indica che l'insieme delle liquidità immediate — e quindi cassa ed equivalenti — unite alle liquidità differite — incassi dei crediti nel breve periodo — sono sufficienti a soddisfare le passività nel breve periodo. Tuttavia, le attività correnti, in particolare i crediti commerciali possono presentare delle criticità riguardanti i flussi monetari in entrata; tali criticità sono legate ad eventuali dilazioni di pagamento da parte dei clienti contribuendo, quindi, all'incertezza del flusso monetario in entrata relativo alle liquidità differite. Per questo motivo viene calcolato il *quoziente secondario di tesoreria* (Q^{II}_T), chiamato anche *cash ratio*, che misura l'ammontare delle passività correnti che possono essere estinte attraverso l'utilizzo delle sole liquidità immediate:

⁹³ Di Lazzaro, Musco Op. cit p. 138.

⁹⁴ Ivi, pag 137

$$Q''_T = \frac{LI}{PB}$$

Maggiore è il grado di copertura delle passività di breve termine attraverso le liquidità immediate, minore è il rischio che l'ente si trovi di fronte a problemi di solvibilità dovuti alla conversione monetaria delle liquidità differite e del magazzino.⁹⁵ Il valore ottimale dovrebbe essere compreso tra 0,2/0,3 in quanto un cash ratio troppo elevato implica che l'ente sta detenendo un ammontare di liquidità inutilizzato che dovrebbe impiegare in investimenti volti a garantire la crescita e la continuità aziendale.

Data la remota possibilità di richiesta simultanea di rimborso di tutte le passività a breve termine, per compiere un'analisi accurata è necessario tener conto delle scadenze delle componenti dell'attivo corrente e del passivo corrente; è necessario quindi analizzare i flussi finanziari generati dalle suddette classi di valori nell'arco temporale dell'esercizio amministrativo.⁹⁶ I quozienti finanziari, infatti, non sono in grado di garantire una visione prospettica per prevedere gli effetti delle future scelte di gestione e non sono in grado di identificare il *timing* delle entrate e delle uscite monetarie.⁹⁷

Per una valutazione approfondita della solvibilità aziendale è necessario quindi scendere al secondo livello dell'analisi della liquidità e calcolare la *durata del ciclo del circolante*. Gli indici di durata del circolante esprimono quanto tempo mediamente impiegano i valori stock a rinnovarsi attraverso i cicli operativi, evidenziando il tempo medio che intercorre tra gli incassi ed i pagamenti delle voci comprese nel capitale circolante.

Gli indici di durata del circolante più significativi sono:

- *Tempo medio di giacenza del magazzino merci*: Questo indicatore fornisce informazioni relativamente al numero di giorni che intercorre dall'acquisto delle materie prime fino all'ottenimento dei prodotti finiti e la loro vendita.

$$\text{Indice di rotazione del magazzino merci} = \frac{M.M}{C.M.V.} \times 365$$

M.M = Valore medio del magazzino merci calcolato come media aritmetica del magazzino presente in bilancio nell'esercizio precedente e quello del periodo di riferimento.

C.M.V. = Costo delle merci vendute nel periodo di riferimento.

- *Tempo medio di incasso dei crediti commerciali*: tale indicatore fornisce informazioni relativamente le dilazioni di pagamento concesse ai clienti e rileva il tempo medio che intercorre tra la vendita dei prodotti finiti e l'entrata monetaria relativa alla vendita.

$$\text{Giorni medi di incasso dei crediti commerciali} = \frac{C.C.M}{V} \times 365$$

⁹⁵ Ivi, pag 137

⁹⁶ Sartori E, op. cit. pag. 188 e ss.

⁹⁷ Di Lazzaro, Musco Op. cit p. 139

C.C. = Valore medio dei crediti verso clienti calcolato come media aritmetica dei crediti commerciali presenti in bilancio nell'esercizio precedente e quelli del periodo di riferimento.

V = Ricavi del periodo di riferimento.

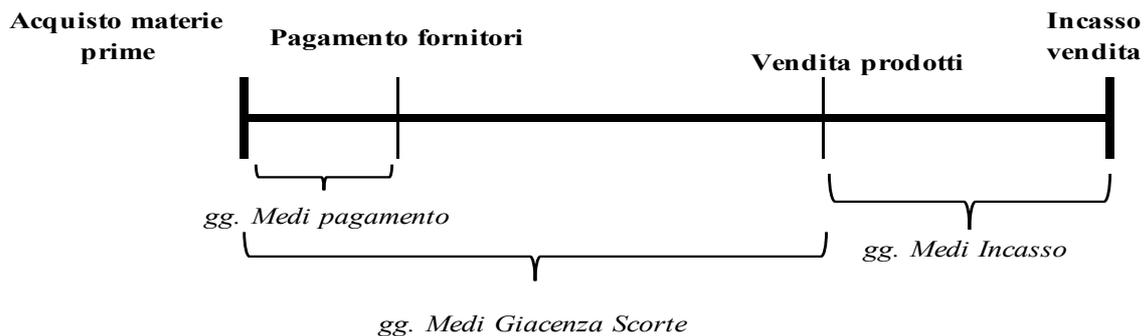
- *Tempo medio di pagamento dei debiti commerciali*: Il valore dell'indice misura il numero di giorni che intercorrono tra l'insorgenza degli obblighi di pagamento relativi all'acquisto di materiale o servizi e l'uscita monetaria accessoria al pagamento dei beni acquistati.

$$\text{Giorni medi di pagamento dei debiti commerciali} = \frac{D.C.M}{A} \times 365$$

D.C = Valore medio dei debiti verso fornitori calcolato come media aritmetica dei debiti commerciali presenti in bilancio nell'esercizio precedente e quelli del periodo di riferimento.

A = costi sostenuti per l'acquisto di materiale o servizi che sono stati regolati con dilazione e che quindi hanno influenzato il valore del numeratore.⁹⁸

La durata del ciclo del circolante è individuata secondo lo schema presentato di seguito:



Tempo di giacenza del magazzino merci	+	giorni medi di incasso crediti commerciali	—	Giorni medi di pagamento debiti commerciali	=	Tempo medio di conversione monetaria del capitale circolante (gg.)
---	---	--	---	---	---	---

Fonte: Rielaborazione propria Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*, pag. 144

un risultato positivo in termini numerici indica il numero di giorni che mediamente intercorrono tra il pagamento dei delle forniture e quello del successivo incasso. Questo rappresenta uno scenario negativo per l'azienda in quanto essa paga ancor prima di incassare determinando fabbisogno di cassa derivante dai cicli operativi; tale fabbisogno incrementa con l'aumentare della durata del ciclo del circolante causando un peggioramento della situazione finanziaria.

⁹⁸ un analista esterno non può disporre di queste informazioni, di conseguenza verrà utilizzato al denominatore il costo del venduto come migliore approssimazione disponibile.

Al contrario una durata del ciclo del circolante negativa rappresenta uno scenario positivo per l'azienda poiché il risultato indica il numero di giorni che intercorrono tra l'incasso derivante dalle vendite di beni e/o servizi ed il successivo pagamento delle forniture. In questo caso il ciclo operativo contribuisce alla creazione di cassa utile per il finanziamento aziendale sfruttando le dilazioni di pagamento che le sono concesse dai fornitori.⁹⁹

⁹⁹ Di Lazzaro, Musco Op. cit p. 144 e ss.

2.4. Analisi della redditività

L'analisi della redditività è rivolta allo studio dell'equilibrio economico, ovvero la capacità dell'azienda di garantire, attraverso la generazione dei ricavi, una remunerazione adeguata dei fattori produttivi impiegati

La valutazione delle performance economiche è un processo che viene utilizzato da un elevato numero di utenti in quanto i risultati economici rappresentano il *motore* dell'attività d'impresa che garantisce la generazione di flussi economici sufficienti non solo a coprire i costi, ma anche per il pagamento dei finanziamenti esterni a titolo di capitale di debito ed a remunerare adeguatamente i soci.

Di conseguenza, la valutazione della performance economica è utile all'analista di bilancio per verificare le modalità attraverso le quali l'impresa crea reddito, ma è uno strumento utilizzato anche da altri attori economici¹⁰⁰ quali:

- Il management: per verificare il raggiungimento di obiettivi predefiniti di performance economica nel corso dell'esercizio;
- dagli investitori: per valutare l'operato del management e verificare la congruità del rendimento ottenuto dall'investimento effettuato in un'impresa;
- dal sistema finanziario: per valutare la capacità dell'impresa di creare ricchezza per onorare il costo del capitale preso a prestito.

L'analisi della redditività si propone di costruire appropriati indicatori di rendimento, attraverso una riclassificazione dei valori dello stato patrimoniale secondo la destinazione funzionale degli investimenti e la natura dei finanziamenti; conseguentemente deve essere applicata allo stato patrimoniale la riclassificazione secondo il criterio della pertinenza gestionale precedentemente descritto. Al fine, poi, di garantire una corrispondenza biunivoca tra grandezze reddituali e grandezze patrimoniali ed una coerenza degli indici di redditività, la medesima ripartizione "per aree" deve essere estesa anche alle voci di conto economico.

L'analisi della performance economica si fonda sulla scomposizione della redditività globale dell'impresa sotto differenti profili riconducibili alle varie aree della gestione aziendale.

Il primo indice di redditività è il ROE, calcolato come rapporto tra Risultato netto su Capitale proprio, esprime la redditività complessiva dei mezzi propri, vale a dire la percentuale di utile netto che l'impresa ha saputo realizzare per ogni euro di capitale di rischio apportato dalla proprietà dell'azienda.

Poiché il valore al numeratore comprende i risultati realizzati nelle diverse aree della gestione, l'indicatore può essere considerato riassuntivo della economicità complessiva, cioè dell'efficienza e dell'efficacia con cui l'alta direzione ha condotto l'intero processo gestionale. Il ROE è, infatti, influenzato dalle scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni relative alla gestione finanziaria, patrimoniale, accessoria e dalle disposizioni fiscali. Rappresenta, in modo sintetico, l'ammontare delle risorse generate dall'attività dell'impresa e ne approssima il livello di autofinanziamento potenziale raggiungibile attraverso la ritenzione degli utili netti.¹⁰¹

¹⁰⁰ Devalle A., Pisoni P., Op.cit, pag. 305 e ss

¹⁰¹ Ferrarese P., Sostero U., Mancin M., Marcon C., *L'analisi Economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, 2018, pag. 297 e ss

$$\text{ROE \%} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Patrimonio netto}}$$

È necessario ricordare che gli indicatori di redditività costruiti sulla base dei dati contenuti in un bilancio IAS/IFRS presentano delle particolarità derivanti dalle modalità di rappresentazione del reddito e del patrimonio derivanti dall'applicazione dei principi contabili internazionali; le poste contenute nello stato patrimoniale possono essere valutate sia al costo storico sia al *fair value*.ed, allo stesso modo, il reddito presenta componenti realizzate e componenti ancora da realizzare come ad esempio le valutazioni a valori *fair* di alcuni elementi del patrimonio aziendale.

Come già anticipato nei capitoli precedenti, il reddito aziendale può essere scomposto in due gruppi principali:

- Il *profit or loss* che può essere considerato “*il risultato della gestione propriamente detta [...] ed espressiva della normale attitudine dell’impresa a produrre reddito*”¹⁰² comprensiva tuttavia di alcuni elementi reddituali non realizzati.¹⁰³
- L’*Other comprehensive income* che comprende oneri e proventi che non hanno ancora il requisito della realizzabilità in quanto derivanti da mutamenti nel contesto ambientale esterno all’impresa che influenza il *fair value* degli impieghi patrimoniali posseduti dall’impresa, quindi, non sono direttamente riconducibili alla capacità del management di produrre reddito.¹⁰⁴

A questo punto è possibile costruire un indicatore della redditività globale dell’impresa coerentemente alla scomposizione del reddito complessivo.

$$\text{ROE profit or loss \%}^{105} = \frac{\text{Profit or loss}}{\text{Mezzi propri} - \text{Other comprehensive income}}$$

Il ROE *profit or loss* esprime quindi la redditività dei mezzi propri senza considerare gli effetti delle componenti contenute nell’*other comprehensive income*, ovvero depurando la redditività dalle componenti *transitorie* derivanti da variazioni del *fair value* di alcune poste patrimoniali, configurandosi come indicatore più familiare agli utilizzatori del bilancio.¹⁰⁶

Poiché il ROE rappresenta, come detto, la redditività globale dell’impresa, affinché si possa interpretare tale valore, è necessario confrontarlo con un valore *fair* che rispecchi il rendimento atteso dai soggetti che hanno conferito risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio.

In una prospettiva aziendale, questo può essere paragonato al costo del capitale proprio utilizzato nel *Capital Asset Pricing Model*, ritenuto il modello più importante per stimare il costo del capitale.¹⁰⁷

¹⁰² Sartori E, op. cit. pag. 247

¹⁰³ Incolligo A., *Schemi di bilancio*. In AA. VV. *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Giappichelli, Torino, 2008, pag. 81

¹⁰⁴ Ceriani G., Frazza B., “Il ruolo dei principi contabili internazionali nel contesto dell’attuale crisi economico finanziaria: brevi considerazioni tratte dal pensiero di Gino Zappa”, *Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale*, p270

¹⁰⁵ Sartori E, op. cit. pag. 251.

¹⁰⁶ Anche il profit or loss è costituito parzialmente da variazioni patrimoniali da fair value, tuttavia, queste variazioni sono ritenute “ragionevolmente certe” e avvenute su elementi patrimoniali detenuti a fini speculativi e quindi maggiormente riconducibili alla capacità gestionale del management. Sartori E, op. cit.

¹⁰⁷ Berk J., DeMarzo P., *Finanza aziendale I*, 2018, Pearson, pag. 372

Secondo tale modello il costo del capitale per un investimento rischioso è uguale al rendimento di un titolo privo di rischio più un premio per il rischio.¹⁰⁸ Il rendimento degli investimenti “privi di rischio”, diventa un punto di riferimento essenziale nella valutazione del ROE in quanto consente di comprendere quanto avrebbe reso il capitale investito nell’impresa, a titolo di capitale di rischio, se fosse stato impiegato in un’attività *free risk*.¹⁰⁹

La remunerazione aggiuntiva deve tenere in considerazione il livello di rischio sopportato a fronte dell’investimento nell’impresa: maggiore sarà il rischio collegato all’impresa in ragione del settore in cui opera, della relativa situazione patrimoniale/finanziaria, al grado di indebitamento¹¹⁰, maggiore sarà il premio per il rischio — e di conseguenza il rendimento atteso — richiesto dall’investitore.

Partendo dall’equazione del CAPM si ha che il costo del capitale per un investimento rischioso è uguale a:

$$r_I = r_f + \beta_I (E[R_{Mkt}] - r_f)$$

r_f = Rendimento del titolo risk free: nel presente lavoro verrà considerato come titolo risk free il Tasso decennale interbancario di riferimento utilizzato come parametro di indicizzazione dei mutui ipotecari a tasso fisso, risultante dalla media ponderata delle quotazioni alle quali le banche operanti nell’Unione Europea realizzano l’Interest Rate Swap. (EURIRS a 10 anni)¹¹¹

β_I = Coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un’attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un’attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Sfruttando la II proposizione di Modigliani-Miller secondo cui “*il costo del capitale proprio levered aumenta all’aumentare del rapporto tra capitale di debito e capitale proprio a valori di mercato*”¹¹² si prenderà il beta *unlevered* per l’industry di riferimento fornito dal database di Aswath Damodaran¹¹³ e, attraverso un’operazione di *leveraging*, utilizzando il rapporto D/E di ogni singola società analizzata, verrà determinato il beta levered con la seguente formula:

$$\beta_{lev} = \beta_{unlev} [1 + (D/E) (1-t)].^{114}$$

$R_{Mkt} - r_f$ = rappresenta l’Equity Risk Premium (ERP), ovvero il valore del premio per il rischio, ossia la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il rendimento di un’attività priva di rischio.¹¹⁵

Dopo aver analizzato il ROE dell’impresa ed il parametro di riferimento per determinare l’adeguatezza della redditività in relazione al profilo di rischio associato all’attività svolta dall’impresa, si procede alla scomposizione

¹⁰⁸ Berk J., DeMarzo op. cit

¹⁰⁹ Vista l’attuale situazione nei mercati finanziari è necessario sottolineare che non esistono investimenti con grado di rischio nullo;

¹¹⁰ Per approfondimenti circa il rapporto tra grado di indebitamento, costo del capitale e rendimento atteso si rimanda alla Proposizione di Modigliani-Miller II, Berk J., DeMarzo op. cit pag.524 e ss

¹¹¹ https://mercati.ilsole24ore.com/tassi-e-valute/tassi/IRS/dettaglio/X:ICEUR.10Y.FX?refresh_ce&nof

¹¹² Berk J., DeMarzo op. cit pag. 525.

¹¹³ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹¹⁴ La presenza di debito incrementa il valore dell’impresa per un ammontare pari al valore attuale dei vantaggi fiscali che l’impresa deriva dal debito, di conseguenza questo determina un effetto limitativo sul beta pari al valore dello scudo fiscale degli interessi. Il livello di tassazione utilizzato nel presente lavoro è la media delle aliquote fiscali corporate applicate nei paesi europei, fonte KPMG tax survey:

<https://home.kpmg/it/it/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html>

¹¹⁵ La comunità internazionale riconosce le valutazioni dell’ERP effettuate da Damodaran come media geometrica dei rendimenti dei titoli di mercato ed i rendimenti del titolo risk free. Nel caso specifico verranno utilizzati gli average ERP for western Europe countries. Fonte <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

del ROE sfruttando L'Identità di DuPont (o schema di DuPont) che consiste nella scomposizione del *Return on Equity* analizzando tutti i driver che hanno un impatto sulla redditività.¹¹⁶

L'attivo netto misura il valore complessivo delle risorse investite nella gestione caratteristica, in quella accessoria-patrimoniale e nella gestione finanziaria attiva.

È evidente come sussista uno stretto legame tra il rendimento dell'attivo netto e il rendimento del patrimonio netto: Mentre il ROE, prendendo al numeratore il reddito netto, riflette l'incidenza di tutte le aree gestionali sulla redditività dell'impresa, il RONA evidenzia la redditività nella sola gestione caratteristica e accessoria-patrimoniale in quanto non risente degli effetti economici negativi legati alle scelte di finanziamento e alle politiche fiscali.

Come accennato, la redditività totale del capitale investito può essere scomposta nella redditività del capitale operativo e la redditività del capitale investito nella gestione extra-caratteristica.

In questo modo viene quindi costruito il RONA (*return on net asset*) che definisce la redditività complessiva della gestione, scomposta in redditività dell'area caratteristica (ROI) e redditività della gestione extra-caratteristica (ROI_{ex}).

Il rendimento del capitale investito nell'attività operativa è noto con l'acronimo di ROI (*Return on investment*) ed è ottenuto dal rapporto tra il margine operativo netto al nominatore ed il valore degli investimenti di natura operativa.¹¹⁷

$$\text{ROI \%} = \frac{\text{REDDITO OPERATIVO}}{\text{CION}}$$

Questo indicatore dipende direttamente da due elementi principali:¹¹⁸

- Dalla capacità degli investimenti di trasformare i ricavi in utile operativo, rivelando, quindi l'*efficienza* degli investimenti e dei processi produttivi nel contenimento dei costi operativi
- Dall'*efficacia* degli asset, ovvero dalla capacità degli asset di massimizzare il volume di ricavi dati gli investimenti operativi effettuati.

Per quanto riguarda la redditività delle attività non operative, si farà riferimento all'indice ROI_{ex} composto come rapporto tra l'EBIT derivante dalle attività non operative ed il capitale investito nell'attività non operativa.

Scomponendo il ROI divengono esplicite le componenti di efficienza ed efficacia che intervengono sulla sua determinazione:

$$\text{ROI \%} = \frac{\text{REDDITO OPERATIVO}}{\text{RICAVI}} \times \frac{\text{RICAVI}}{\text{CIO}}$$

$\frac{\text{EBIT}}{\text{RICAVI}}$ = viene definito *Return on sales* (ROS); tale rapporto esprime la redditività delle vendite come la percentuale di ogni unità di ricavo che si trasforma in utile operativo, rivelando — indirettamente — il tasso di assorbimento dei costi operativi sui ricavi. La comparabilità nello spazio di questo indice è molto complessa poiché la struttura dei costi dipende sia dal settore di appartenenza, sia dai processi produttivi interni della singola azienda presa in analisi, dunque, il confronto nel tempo di questo indicatore può essere utile per valutare un eventuale

¹¹⁶ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/identita-dupont178.htm>

¹¹⁷ Il valore degli investimenti nell'attività operativa, come nel caso del RONA accennato precedentemente, può essere espresso al netto o al lordo delle passività operative. Di Lazzaro, Musco Op. cit p. 250e ss.

¹¹⁸ Di Lazzaro, Musco Op. cit

programma di efficienza degli investimenti intrapreso dall'impresa o l'impatto di mutamenti nelle condizioni ambientali.¹¹⁹

$\frac{RICAVI}{CION}$ = Questo rapporto, indicato come *Asset turnover* (AT), può essere analizzato secondo due chiavi di lettura: la prima è misura, quindi, il livello medio di rotazione dell'attivo netto, ovvero, il numero di volte in cui l'attivo netto ritorna mediamente in forma liquida attraverso i ricavi di vendita; la seconda esprime la “*produttività del capitale investito: esprime cioè la capacità del capitale investito di produrre ricavi*”.¹²⁰

Il fatto che ROS e Asset turnover discendano dalla scomposizione del ROI, crea un nesso fondamentale tra questi due indici che deve essere tenuto in considerazione in sede di lettura e interpretazione dei relativi risultati. Anche in questo caso è difficile proporre un valore comparativo assoluto per esprimere un giudizio sulla bontà del risultato in quanto la composizione di tali valori deriva dal modello di business adottato dall'impresa analizzata, tuttavia come già affermato, si può trarre utilità sia dall'analisi dell'evoluzione subita dagli indici nel tempo, sia da un confronto con indici di società comparabili.¹²¹

È possibile individuare ulteriori indici di bilancio significativi che si pongono in diretta relazione con quelli appena analizzati; infatti, l'indice di asset turnover può essere ulteriormente scomposto analizzando la bontà delle immobilizzazioni operative, valutando la capacità di generare ricavi operativi sufficienti a coprire l'investimento effettuato. Tale indice prende è chiamato *Fixed asset turnover* (FAT).

$$FAT = \frac{RICAVI}{Immobilizzazioni operative}$$

Il tasso di rotazione dell'attivo corrente risulta invece correlato agli indici di durata e rotazione del capitale circolante, descritti nel paragrafo precedente, che consentono di ottenere preziose indicazioni sulla velocità dei processi aziendali, associando ai valori statici esposti in Stato patrimoniale informazioni di natura dinamica sull'andamento osservato nel corso dell'esercizio.¹²² Questi indici rappresentano così l'elemento di congiunzione tra l'analisi della solvibilità e quella della redditività sin qui descritte.

Di seguito si presenta uno schema riassuntivo dell'analisi della redditività aziendale basato sullo schema DuPont:¹²³

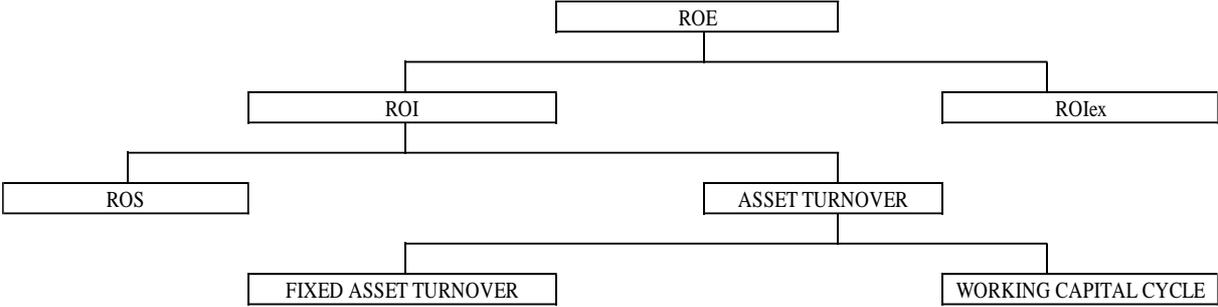
¹¹⁹ Ferrarese P., Sostero U., Mancin M., Marcon C., *Op. Cit.*, pag. 313-315.

¹²⁰ Caramiello C., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano 1993. Pag. 196.

¹²¹ Ferrarese P., Sostero U., Mancin M., Marcon C., *Op. Cit.*

¹²² Per un approfondimento si rimanda al paragrafo 2.3.2.

¹²³ Il modello DuPont è stato ideato nel 1914 da Donaldson Brown, un ingegnere elettronico membro del dipartimento di tesoreria e finanza del gruppo chimico. Dopo l'acquisizione da parte della DuPont del 23% delle azioni di General Motors Corp, venne conferito a Brown il compito di ristrutturazione delle finanze della casa automobilistica. Si è trattato probabilmente del primo tentativo di riprogettazione di un sistema di controllo economico e finanziario apportato su larga scala negli USA. In seguito al successo conseguito il modello DuPont venne adottato dalla maggioranza delle grandi società statunitensi. Questo modello ha rappresentato la forma di analisi finanziaria più utilizzata fino agli anni '70.



Fonte: rielaborazione propria

3. Il Settore del trasporto aereo

I risultati ottenuti dalle analisi economico-finanziarie e la loro comparazione devono essere accompagnati da uno studio approfondito delle dimensioni strategiche ed ambientali tipiche della singola impresa e del settore di appartenenza, poiché, queste, permettono di individuare i *driver* che guidano — ed in alcuni casi limitano — le scelte gestionali intraprese dagli enti.

È necessario, infatti, analizzare i rischi connessi alle attività operative svolte e le dimensioni nel contesto competitivo in cui le aziende operano per apprezzare i meccanismi di creazione del valore e di determinazione del vantaggio competitivo che consentono “*di sopravvivere in un contesto ambientale sempre più globale e perturbato*”.¹²⁴

I grandi sforzi intrapresi da M.E Porter per tradurre in opere scritte la teoria della strategia manageriale¹²⁵ sottolineano l'importanza dell'argomento e per questo si è deciso, prima di esporre i risultati delle analisi di bilancio effettuate, di dedicare una sezione del presente elaborato all'analisi del settore del trasporto aereo e delle forze endogene ed esogene che caratterizzano l'ambiente competitivo dei player analizzati, con la convinzione che questo possa integrare il potenziale informativo dell'analisi per indici.

¹²⁴Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*, pag. 8 e ss.

¹²⁵ Per ulteriori approfondimenti si legga: Porter M., *The five competitive forces that shape strategy*, Harvard business Review, 2008; Porter M., *What is Strategy*, Harvard Business Review, 1996

3.1. Il processo di deregolamentazione del mercato del trasporto aereo

Il settore del trasporto aereo europeo è stato oggetto di un percorso di deregolamentazione inaugurato sulla spinta delle politiche di liberalizzazione intraprese dagli Stati Uniti nel 1978. La via Europea, tuttavia, è stata molto più graduale rispetto a quella percorsa dal regolatore americano¹²⁶, infatti, nel Vecchio Continente non è stato introdotto un corpo di norme singolo, bensì la transizione è avvenuta attraverso l'introduzione di tre principali pacchetti normativi che, nel decennio successivo, tra il 1983 ed il 1992, hanno permesso lo sviluppo del trasporto aereo per scopi commerciali.

Il mercato del trasporto aereo europeo, data la sua rilevanza strategica, era caratterizzato da un elevato grado di protezionismo posto in essere dai vari Paesi per favorire le proprie compagnie di bandiera; ciò limitava i collegamenti ad accordi bilaterali tra Stati sulle rotte ed i collegamenti permessi, stabilivano una spartizione equa delle capacità offerte su ogni rotta ed, allo stesso tempo, limitavano la concorrenza nel settore predefinendo le rotte permesse, quali i vettori ammessi — in via generale le compagnie di bandiera — ed infine una regola di “doppia approvazione” sulle tariffe tra gli Stati interessati.¹²⁷

L'inadeguatezza del sistema regolamentare europeo iniziò a manifestarsi quando a metà degli anni ottanta Gran Bretagna e Olanda, influenzate dalle politiche liberali introdotte dall'*Airline Deregulation Act* Statunitense, iniziarono a negoziare nuovi accordi bilaterali basati sull'eliminazione delle restrizioni su rotte e capacità operative e la sovversione della regola della doppia approvazione con quella della doppia disapprovazione per le tariffe, rappresentando, così, un punto di svolta nel settore del trasporto di linea.¹²⁸

Si manifestò così un effetto a catena che si espanse velocemente in tutto il continente europeo apportando un effettivo aumento dei passeggeri trasportati e l'entrata nel mercato di numerose compagnie aeree che, tuttavia, non erosero in modo concreto le quote di mercato delle compagnie di bandiera poiché i nuovi *player* concentrarono il proprio business su voli regionali caratterizzati da un'elevata domanda, mentre le società *incumbent* riuscirono ad arginare il problema dei collegamenti a bassa redditività attraverso un sistema di trasporto *hub-and-spoke* mantenendo inalterata la loro posizione competitiva.¹²⁹

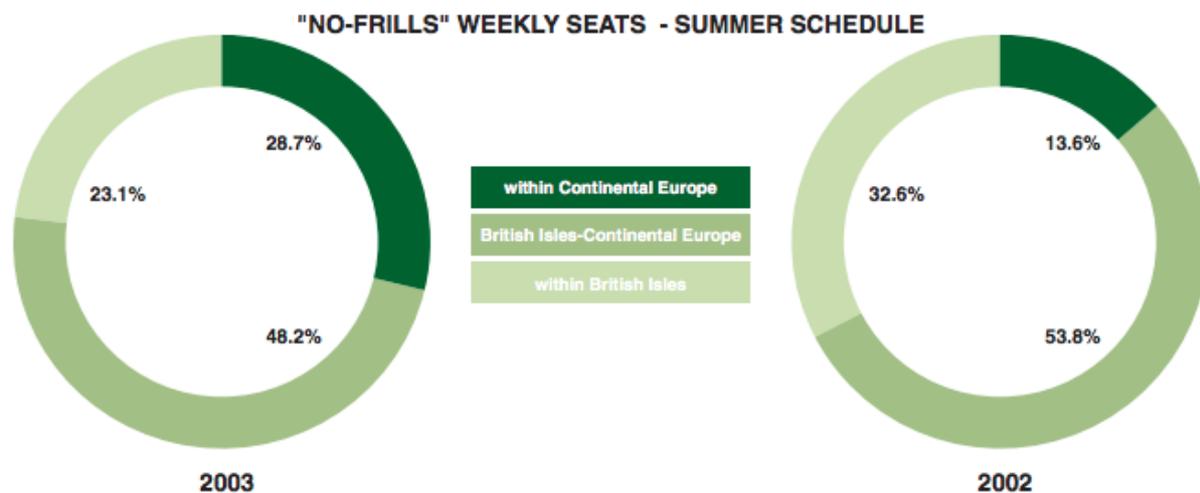
Il cambiamento avvenne con l'entrata in campo dei vettori *low cost*, inizialmente sperimentata negli Stati Uniti nei primi anni novanta con la Southwest Airlines ed alla fine del decennio in Europa, in particolare grazie a Ryanair ed Easyjet, iniziarono i collegamenti tra i Paesi d'origine dei due vettori — Gran Bretagna ed Irlanda — e successivamente nel 2003 il fenomeno si espanse anche nell'area continentale.

¹²⁶ La liberalizzazione del mercato del trasporto aereo si è concretizzata con un singolo atto nel 1978 chiamato “Airline Deregulation Act” che rimuoveva il controllo federale su importanti campi come rotte di trasporto, tariffe, limitazioni all'ingresso sul mercato di nuovi players ed infine eliminava gradualmente i poteri di regolamentazione del Civil Aeronautics Board. fonte: Parlamento europeo, *Note tematiche sull'unione europea*, <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/131/trasporto-aereo-regole-di-mercato>

¹²⁷ Arrigo U., Giurincin A., *Gli effetti della liberalizzazione del Trasporto aereo e il ruolo delle compagnie low cost, un confronto USA – Europa*, Società Italiana di economia Pubblica, pag 16 e ss.

¹²⁸ Arrigo U., Giurincin A., Op. Cit

¹²⁹ Ivi, pag 4.



Fonte: Association of European Airlines Yearbook 2003.

Il grafico mostra la programmazione estiva dal 1995 al 2003 evidenziando l'incremento avvenuto nel biennio 2002-2003 quando i collegamenti low-cost che avevano sia origine che la destinazione l'Europa continentale passarono dal 13,6% del 2002 a più del 28,7% nell'anno successivo, consacrando il low-cost come un nuovo modello di business *disruptive* diffuso in tutta Europa e non solo limitato all'area geografica anglo-irlandese.

Secondo quanto riportato dal report ICAO del 2003, le compagnie low cost erano responsabili di circa il 50% del nuovo traffico aereo generato annualmente, con un tasso di crescita annuo vicino al 25%.¹³⁰

Il grande successo dei vettori *no-frills*¹³¹ è confermato anche nei dati aeroportuali; infatti, la capacità dei tre aeroporti londinesi che rappresentavano circa il 20% della capacità europea dell'intero settore, osservarono un incremento di 60 nuove rote low cost dal 1997 al 2003 con l'introduzione di una media di 15 nuove destinazioni ogni anno.

Per capire lo sviluppo che ha interessato il trasporto aereo dalla fine del novecento è necessario indagare le ragioni tecnico-operative, economiche e sociali che, congiuntamente alla liberalizzazione del settore, hanno trasformato tale fenomeno da un servizio di nicchia, ad un vero e proprio fenomeno di massa.

Senza dubbio il primo elemento che ha svolto un ruolo fondamentale è stato progresso tecnologico accelerato dall'entrata di numerosi nuovi player nell'*industry* che ha spinto le compagnie di bandiera ad alzare i livelli di efficienza sia per quanto riguarda l'utilizzo di materiale di consumo quale carburante e pezzi di ricambio, sia nelle prestazioni degli aeromobili, garantendo così una riduzione dei tempi di percorrenza delle tratte, ma anche in termini di comfort e incremento della capacità di carico. Dal lato del consumatore questi elementi si sono tradotti in una riduzione dei prezzi del servizio sia per quanto riguarda il trasporto passeggeri che per il trasporto merci.

Allo sviluppo tecnologico sono state affiancate notevoli politiche volte al miglioramento ed all'espansione dell'infrastruttura aeroportuale che, grazie all'apertura di nuovi aeroporti ed al potenziamento dei collegamenti con le stazioni aeroportuali ha permesso al comparto di accogliere il crescente numero di passeggeri trasportati. Inoltre, studi dimostrano la presenza di un'elevata correlazione tra l'andamento del ciclo economico e la domanda di trasporto aereo.¹³² L'aumento del PIL e del reddito pro-capite permette ad una fetta più ampia della popolazione

¹³⁰ ICAO, *The impact of low cost carriers in Europe*, 2003.

¹³¹ appellativo utilizzato in alternativa al termine "low cost", Association of European Airlines Yearbook 2003.

¹³² A Pellicelli, *Le compagnie aeree. Economia e gestione del trasporto aereo*. Giuffrè, Milano, 1996, p. 10.

di far uso del trasporto aereo non solo per motivi lavorativo-commerciali, ma anche per motivi meramente turistici; questo è quello che è stato osservato proprio nella seconda metà del novecento, ovvero, un aumento del reddito familiare ed un conseguente innalzamento dei tenori di vita grazie anche all'urbanizzazione e all'istruzione di una base crescente della popolazione.

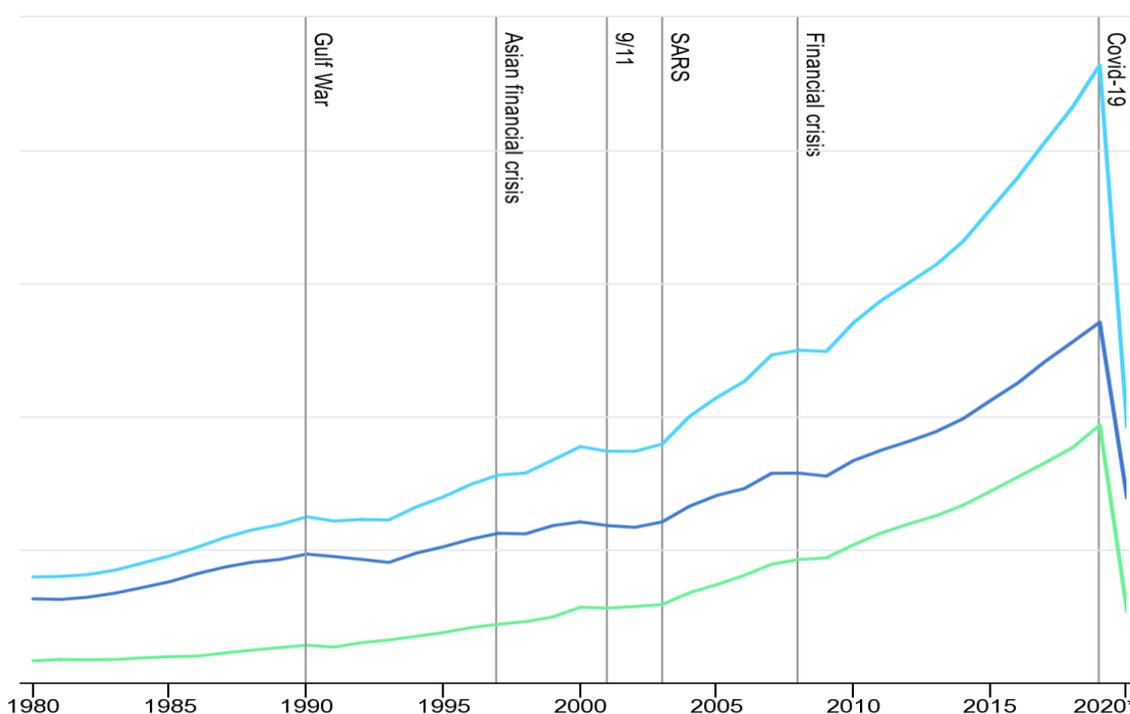
Infine l'apertura dei mercati europei attraverso i due accordi di Schengen del 1985 e del 1990 e la creazione di un mercato europeo comune hanno rappresentato la base per la libera circolazione di capitali, merci e persone, alimentando il fenomeno, già in atto, della globalizzazione.

3.2. Trend storico di settore ed impatto della pandemia di Covid-19

Il mercato del trasporto aereo è caratterizzato da un'elevata dinamicità e correlazione tra l'andamento del ciclo economico e l'andamento di settore. Questo determina, quindi, una elevata dipendenza delle performance settoriali ad eventi macroeconomici¹³³

Quanto detto è confermato dal fatto che a partire dalla liberalizzazione avvenuta negli anni novanta, congiuntamente ai fattori contestuali precedentemente descritti, il business ha seguito un andamento prevalentemente crescente salvo veder interrotto questo trend positivo durante la crisi successiva all'attentato alle Torri Gemelle, la crisi finanziaria del 2008 e recentemente a causa della pandemia di Covid-19.

Il grafico mostra l'evoluzione storica del traffico dei passeggeri a livello mondiale con evidenza dei maggiori eventi macroeconomici che hanno impattato sull'andamento del settore distinguendo tra trasporto domestico (blu) e trasporto internazionale (verde).

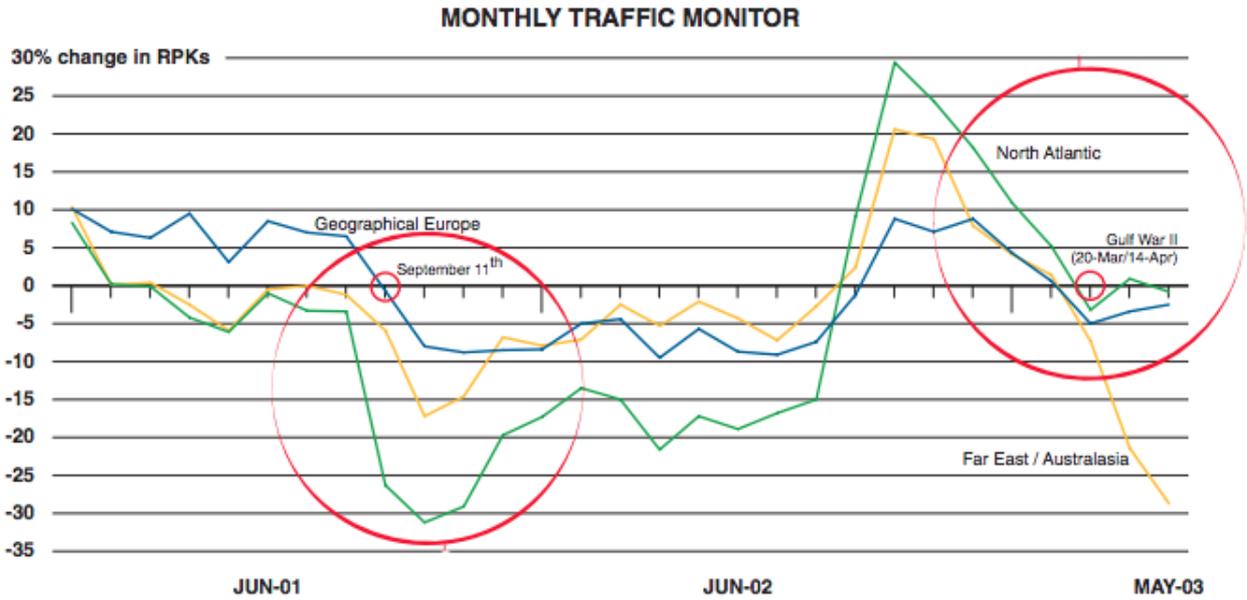


Fonte: International Civil Aviation Organization (2020). ICAO Economic Impact Analysis of COVID-19 on Civil Aviation.

Per apprezzare la portata dell'impatto che tali eventi hanno avuto sulle società operanti nell'industry è coerente analizzare l'indicatore che rileva il Revenue Passenger – Kilometers (RPK) che mostra il numero di chilometri viaggiati dai passeggeri paganti ed è una misura indicativa della domanda di trasporto. Similmente nel trasporto merci è utilizzato come indicatore il Freight Tonne - Kilometer, che indica le tonnellate di merce trasportata per il totale di chilometri volati.¹³⁴ Questo indicatore durante la crisi successiva all'attentato alle torri gemelle ha subito una flessione molto decisa sia in Europa, sia nel resto del mondo, come dimostra il grafico mostrato in seguito:

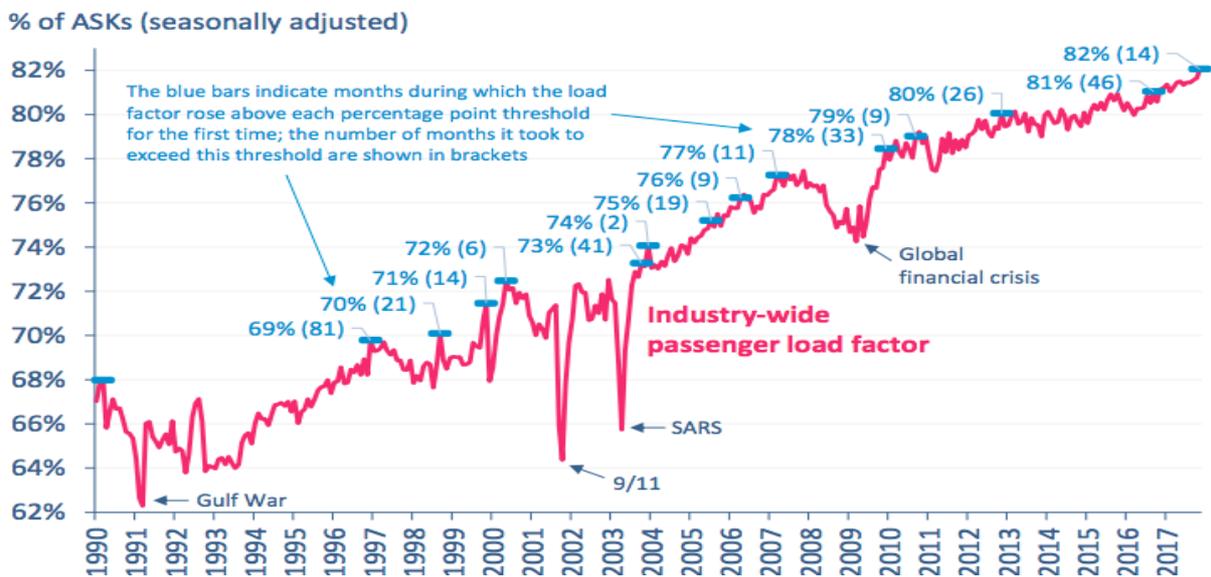
¹³³Pellicelli A., C., *Le compagnie aeree. Economia e gestione del trasporto aereo*, Giuffrè Editore, Milano, 1996, p. 10.

¹³⁴Bazargan M., *Airline operations and scheduling*. Ashgate Editore, 2010, pag. 41 e ss.



Fonte: Association of European Airlines Yearbook 2003

Nel mese dell'attentato la domanda di trasporto è calata in modo drastico a livello globale osservando riduzioni vicine al 17%, e negli Stati Uniti addirittura una flessione del 30%. Il brusco calo della domanda ebbe conseguenze pesanti anche sulla profittabilità dei vettori aerei facendo scivolare molte compagnie in bancarotta ed ebbe conseguenze pesanti anche a livello occupazionale con ingenti licenziamenti e tagli alle spese per minimizzare le perdite.



Fonte: Iata economics' chart of the week 19 January 2018

Il *Load Factor*,¹³⁵ ovvero la misura che indica il tasso di riempimento dei velivoli in relazione al totale dei posti disponibili — utilizzato anche per il trasporto cargo anche se in misura minore — registrò una decisa flessione passando dal 78% al 65% nell’arco di pochi mesi. Nonostante le politiche di riduzione delle spese ed un abbassamento delle tariffe per stimolare la domanda ed invogliare i consumatori a volare, il comparto tornò a crescere solo dal 2004 dopo la stabilizzazione del prezzo del petrolio che negli anni precedenti aveva subito grandi fluttuazioni e soprattutto grazie ad una nuova crescita della domanda, permettendo il ritorno a profitti positivi ed una nuova crescita del load factor.

Superato il periodo di depressione, nel 2008 il settore si trovò di fronte ad una nuova fase di instabilità causata dalla grave crisi economica scoppiata a livello mondiale; il trasporto aereo, più degli altri trasporti in generale, è un servizio derivato che dipende strettamente dai volumi delle attività economiche, dalla produzione industriale e dagli scambi commerciali, per questo una contrazione di questi fattori ha determinato inevitabilmente una flessione nella domanda di trasporti.¹³⁶

Nel solo mese di Dicembre 2008 il traffico aereo diminuì del 7% rispetto allo stesso mese dell’anno precedente e, per la prima dopo 15 anni, il traffico delle compagnie low-cost fu investito dalla crisi con una diminuzione su base annua del 6%. Gli effetti della crisi si manifestarono anche l’anno successivo; l’80% degli aeroporti europei, registrarono nel gennaio 2009 un calo dell’8-10% del traffico passeggeri e del 25-30% del traffico merci,¹³⁷ determinando una contestuale riduzione del *load factor* a livello globale, come evidenziato nella tabella riportata di seguito.

YTD 2009 vs. YTD 2008	RPK Growth	ASK Growth	PLF	FTK Growth	AFTK Growth
Africa	-9.2%	-5.6%	69.0	-22.5%	-19.8%
Asia/Pacific	-12.0%	-7.7%	70.6	-22.3%	-16.4%
Europe	-7.6%	-4.8%	73.5	-21.6%	-9.4%
Latin America	-3.2%	1.0%	70.4	-19.6%	-8.6%
Middle East	7.1%	12.5%	71.1	-5.5%	11.5%
North America	-8.9%	-5.3%	76.6	-22.2%	-9.9%
Industry	-7.6%	-3.9%	72.6	-20.6%	-10.4%

Fonte: IATA Agosto 2009

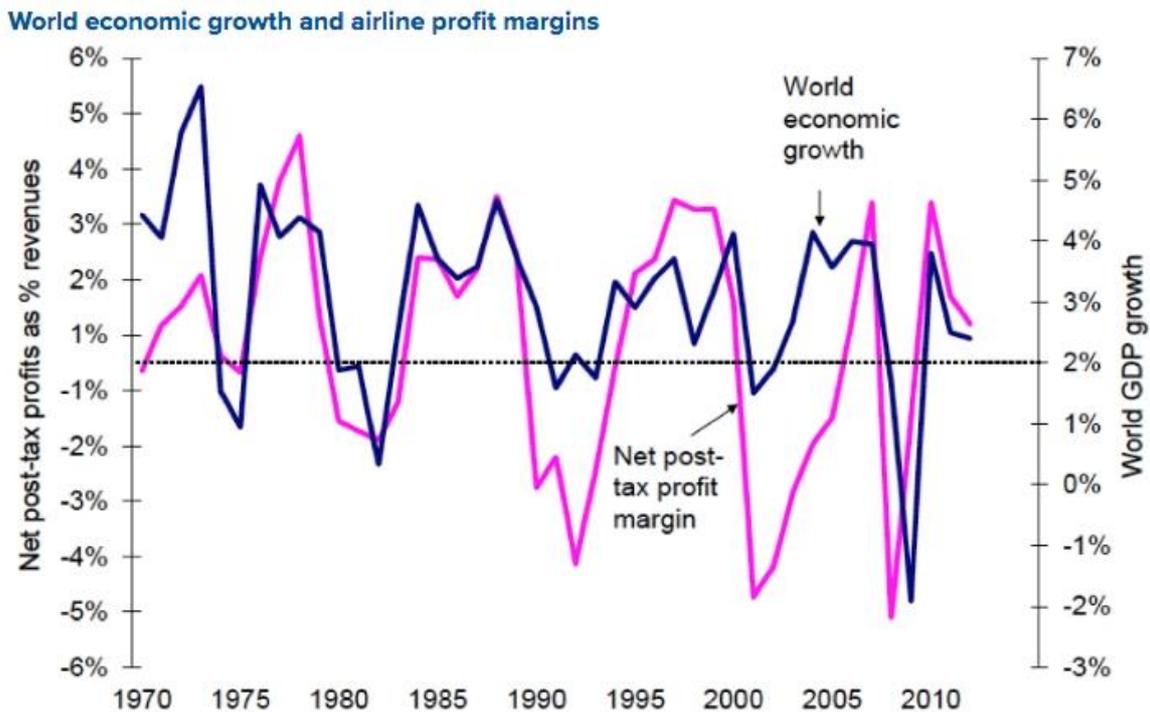
Solo nel 2010 si è tornati, sommariamente, ai livelli pre-crisi per quanto riguarda il traffico ed i profitti dei vettori anche se, questi ultimi, nonostante la riduzione delle tariffe per riempire il più possibile gli aeromobili, hanno subito pesanti perdite in termini di profittabilità¹³⁸, come evidenziato nel grafico seguente, che evidenzia la correlazione tra ciclo economico e profitti dei vettori aerei.

¹³⁵Postorino M., *Introduzione alla pianificazione del sistema di trasporto aereo*. Franco Angeli Editore, Milano, 2009, pag. 83. Viene calcolato attraverso il rapporto tra RPK (ovvero passeggeri paganti trasportati per chilometri volati) ed ASK (posti totali offerti per chilometri percorsi).

¹³⁶Blauwens, G., De Baere, P e Van de Voorde, E.. *Transport Economics*, De Boeck Ltd., 2008 Anversa. Pag. 291

¹³⁷Commissione delle comunità europee Bruxelles, 10.3.2009 COM(2009) 121 definitivo 2009/0042 (COD) *Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio che modifica il regolamento (CEE) n. 95/93 relativo a norme comuni per l’assegnazione di bande orarie negli aeroporti della Comunità*

¹³⁸IATA *upgrades 2011 airline industry profit forecast but warns of weaker, 2012*, <https://centreforaviation.com/analysis/reports/iata-upgrades-2011-airline-industry-profit-forecast-but-warns-of-weaker-2012-59153>



Fonte: IATA sourcing ICAO, IATA, EIU

Superata la crisi globale del biennio 2008-2009, il settore ha attraversato un decennio di espansione caratterizzato da una crescita costante sia dal punto di vista della domanda, che dal lato degli sviluppi tecnologici che ne hanno aumentato l'efficienza e la capacità di carico.

Secondo quanto riportato dai dati dell'International Air Transport Association¹³⁹ la domanda di trasporto aereo nel 2019 ha toccato una crescita del 4,2% che ha rappresentato il valore più basso toccato da dopo la crisi finanziaria del 2008; mediamente la domanda nel decennio era cresciuta ad un tasso medio di lungo periodo del 5,5%. Sempre nel 2019 il load factor ha raggiunto l'82,6% segnando il record più alto mai raggiunto dal settore.

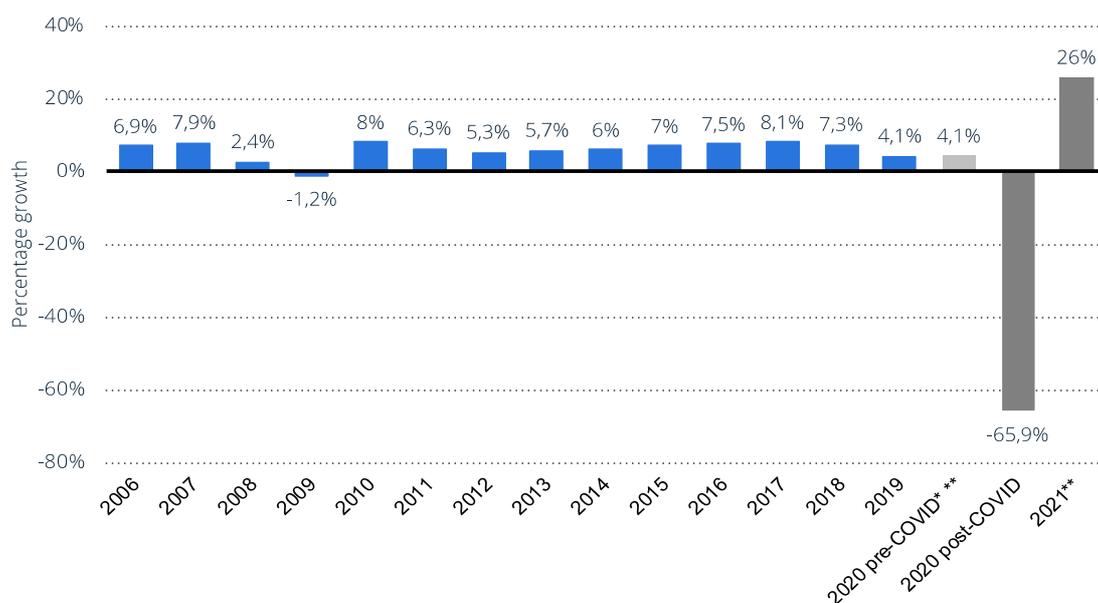
La crescita settoriale, però, si è interrotta nel 2020 quando la pandemia da coronavirus si è diffusa a livello globale e l'aeronautico è stata classificata come uno dei settori più colpiti di tutta l'economia;¹⁴⁰ i lockdown generalizzati e le limitazioni imposte alle movimentazioni delle persone hanno fatto sì che l'attuale crisi è stata identificata come la più grande crisi nella storia dell'industria del trasporto aereo¹⁴¹

Nei primi 4 mesi del 2020 il numero di voli ha registrato un crollo del -87,3% su scala mondiale ed una riduzione della domanda di circa il 66% come mostrato significativamente dal grafico che mostra il trend storico del tasso di crescita della domanda di trasporto passeggeri dal 2006 al 2021:

¹³⁹ IATA Air Passenger Market Analysis December 2019

¹⁴⁰ SIET, *Rivista di economia e politica dei trasporti Numero 1*, 2020, Edizioni università di Trieste.

¹⁴¹ Dragoni G., *Aerei, Iata annulla l'assemblea annuale per crisi settore e restrizioni ai viaggi*, 25 Settembre 2020, Il Sole 24 ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/aerei-iata-annulla-l-assemblea-annuale-crisi-settore-e-restrizioni-viaggi-ADptJU>



Fonte: IATA Industry statistics Aprile 2021, pag. 1

Nel mese di Marzo 2020 gli aeroporti europei hanno registrato una contrazione dei traffici del 59,5% equivalente a circa 100 milioni di passeggeri in meno rispetto allo stesso mese dell'anno precedente per avere un termine di paragone, durante la crisi del 2009 per osservare una crisi simile sono occorsi 12 mesi¹⁴²

Il load-factor è crollato nel giro di un anno dall' 82% registrato nel 2019 fino al 60% nel 2020 poiché il traffico aereo era limitato inizialmente solo ai voli di rimpatrio dei cittadini verso i loro Paesi di origine e successivamente, il servizio è stato rivolto solo al trasporto merci e servizi sanitari.¹⁴³

Le sospensioni delle connessioni tra i paesi a livello internazionale hanno avuto inevitabilmente impatti sui ricavi delle compagnie aeree e ne ha compromesso irreversibilmente la redditività. A livello globale, il settore ha registrato una riduzione di ricavi del 65% rispetto al 2019 equivalente a circa 400 miliardi di dollari.¹⁴⁴

Considerata la rigidità della struttura dei costi delle società operanti nel settore che è composta per il 49% da costi fissi e semi-fissi¹⁴⁵, i risultati disastrosi a livello di ricavi si sono osservati anche sui profitti dei vettori aerei; in particolare solo in Europa si sono registrate perdite complessive per circa 35 miliardi di dollari.¹⁴⁶

I dati presentati sono preoccupanti non solo per la sostenibilità della gestione operativa dei player del settore, ma anche per le conseguenze in termini occupazionali; l'intera filiera da infatti lavoro a circa 25 milioni di persone di cui 10 milioni occupati direttamente tra produzioni di aeromobili, vettori aerei e gestione di aeroporti.¹⁴⁷

Di seguito si presentano gli schemi più significativi per illustrare graficamente la portata della crisi che ha investito l'industria del trasporto aereo nel 2020:

¹⁴²Montanino A., Carriero A., Dell'Aquila C., Giuzio R., Recagno L., *Trasporto aereo e Covid-19:Alcuni fatti stilizzati*, 12 giugno 2020, CDP.

¹⁴³ Ivi op. Cit

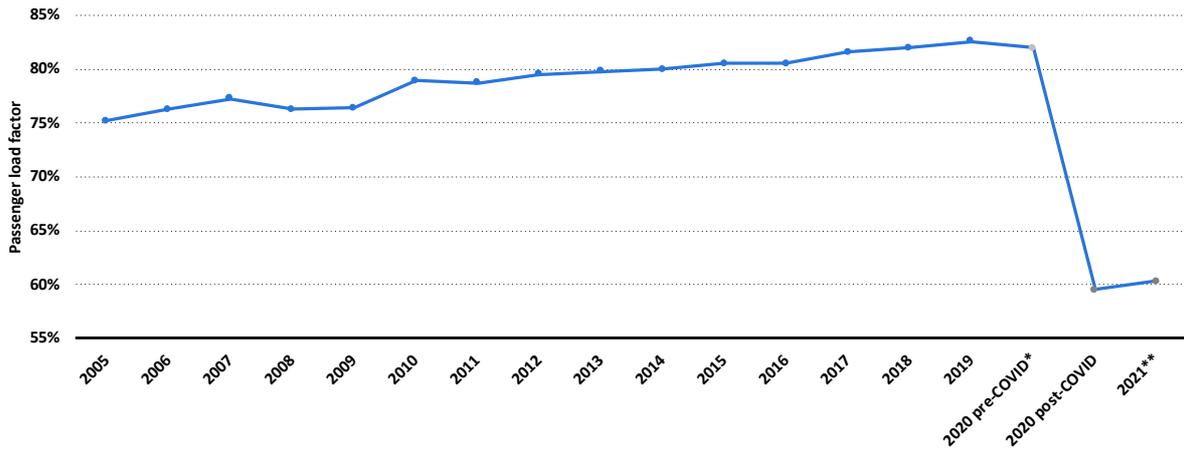
¹⁴⁴IATA Industry statistics Fact Sheet Aprile 2021, pag. 1

¹⁴⁵Montanino A., Carriero A., Dell'Aquila C., Giuzio R., Recagno L., *Trasporto aereo e Covid-19:Alcuni fatti stilizzati*, 12 giugno 2020, CDP

¹⁴⁶ IATA Industry statistics Fact Sheet Aprile 2021, pag. 2

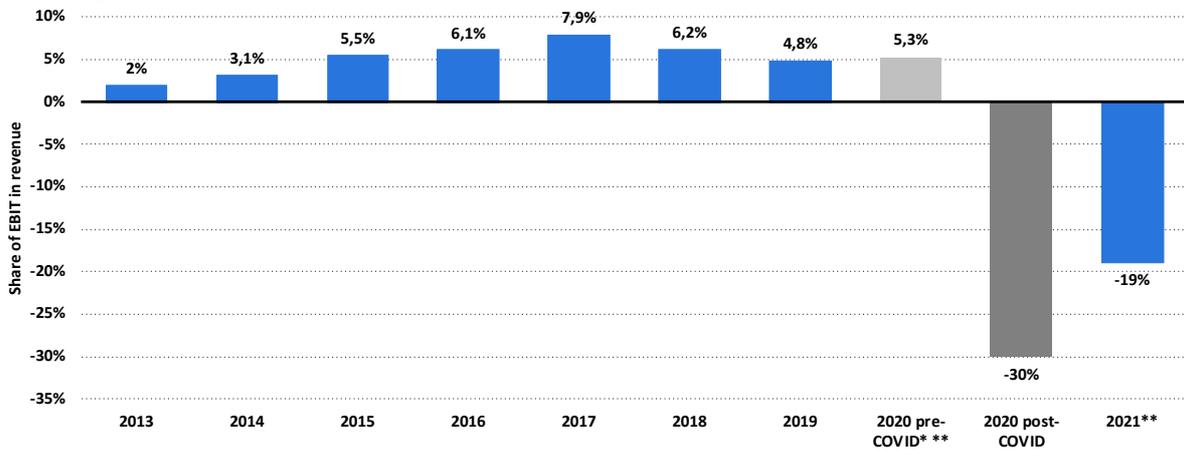
¹⁴⁷ IATA Press Release No. 28: *25 Million Jobs at Risk with Airline Shutdown*, 7 April 2020; Montanino A., Carriero A., Dell'Aquila C., Giuzio R., Recagno L., *Trasporto aereo e Covid-19:Alcuni fatti stilizzati*, 12 giugno 2020, CDP.

Passenger load factor of commercial airlines worldwide from 2005 to 2021



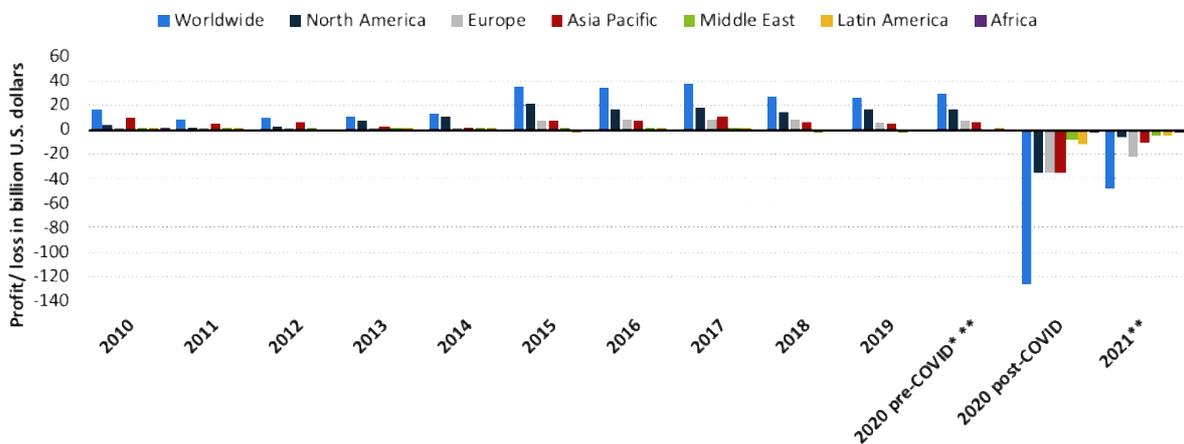
Fonte: ICAO, IATA Fact sheet Industry Statistics, pagina 1, Aprile 2021

EBIT margin of commercial airlines worldwide from 2010 to 2021:



Fonte: IATA Fact Sheet Industry Statistics, Aprile 2021, pagina 2

Profit/loss of commercial airlines worldwide from 2010 to 2021, by region:



Fonte: IATA Industry Statistics Fact Sheet, Aprile 2021, pagina 2.

3.3. Principali strategie competitive

Sul territorio europeo operano circa 150 vettori aerei di cui 107 di essi offrono voli di linea sia regionali che intercontinentali mentre la restante parte conta compagnie aeree minori che non ricoprono un ruolo effettivamente di concorrenti ai maggiori player di settore.

Nonostante la grande eterogeneità presente nel settore, in realtà questo è caratterizzato da un elevato grado di concentrazione con poche grandi aziende che hanno consolidato la loro posizione competitiva e controllano la maggior parte delle quote di mercato.

Nel 2019 prima che la pandemia di Covid-19 sconvolgesse il business, in Europa sono stati trasportati quasi un miliardo e 150 milioni di passeggeri.¹⁴⁸ Di questi, circa il 55% è stato trasportato dai 5 maggiori player europei, in particolare International Airline Group 118 milioni; Lufthansa Group 145 milioni; Air France-KLM Group 104 milioni; Ryanair 142 milioni ed Easyjet 105 milioni.¹⁴⁹

Le compagnie aeree impiegano una grande varietà di strategie per controllare i costi e generare ricavi, tuttavia, ad oggi, possono essere individuati tre tipologie di vettori aerei principali:¹⁵⁰

1. **Vettori Full-Service (FSC):** nonostante i business model abbiano subito numerose variazioni legate ai mutamenti di un ambiente dinamico qual è il settore del trasporto aereo, i vettori full-service sono caratterizzati dall'offerta di voli frequenti con un'ampia gamma di destinazioni. Essi offrono servizi di bordo come cibo e bevande, intrattenimento durante il volo, *lounge areas* negli aeroporti e posti assegnati in cabina.¹⁵¹ L'obiettivo principale di queste compagnie è quello di offrire un servizio di trasporto per fini turistici e lavorativi verso destinazioni domestiche o internazionali consentendo una vasta scelta in termini di orari ed evitando che il passeggero sia costretto a cambiare compagnia in caso di scali intermedi.¹⁵² Attraverso un network *Hub-and-spoke*, i vettori collegano aeroporti secondari con gli hub organizzando arrivi ravvicinati così da trasferire facilmente e con rapidità i passeggeri su voli internazionali. Questo modello di business consente di aumentare il traffico su rotte originariamente contraddistinte da una bassa densità ed aumentare il volume di passeggeri anche sulle rotte principali confluendo in aeroporti hub anche passeggeri diretti verso diverse destinazioni, incrementando i load factor e sfruttando così le economie di scala.¹⁵³

¹⁴⁸ Eurostat, *Air passenger transport by reporting country*.

https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=avia_paoc&lang=en

¹⁴⁹ Easyjet *Annual report and accounts 2019*; Ryanair *Annual Report 2019*, IAG *annual report and accounts 2019*; Lufthansa Group *Annual report 2019*, AirFrance-KLM *Results presentation Full Year 2019*.

¹⁵⁰ Bitzan J., Peoples J., *A comparative analysis of cost change for low-cost, full-service, and other carriers in the US airline industry*, Research in Transportation Economics 2016, 25-41, 10 August 2016

¹⁵¹ Gillen, D. *Airline business models and networks: Regulation, competition and evolution in aviation markets*. Review of Network Economics, 2006, pag. 366 e ss.

¹⁵² Peteraf, M., & Reed, R. *Regulatory reform and managerial Choice: An analysis of the cost savings from airline deregulation*. Managerial and Decision Economics, 2008, pag. 99 e ss.

¹⁵³ È importante sottolineare che il network hub-and-spoke causa una maggiore complessità organizzativa e conseguentemente un incremento del costo medio che viene compensato in parte dall'incremento del numero di passeggeri trasportati, ma anche da programmi di fidelizzazione del cliente i c.d. "*frequent flier programs*" che garantiscono a queste compagnie un maggior potere contrattuale a livello tariffario. Bitzan J., Peoples J., *A comparative analysis of cost change for low-cost, full-service, and other carriers in the US airline industry*, Research in Transportation Economics 56 (2016) 25-41, 10 August 2016

2. Vettori Low-Cost (LCC): dopo la deregolamentazione cui ha assistito l'industry negli anni novanta, sono entrate nel mercato numerose compagnie aeree che rappresentano, tutt'ora, una alternativa al modello dei *full service carriers*. Il modello di business low cost si basa prevalentemente su meccanismi comuni di riduzione dei costi utilizzati dai player di maggior successo:¹⁵⁴
 - I. Network *point-to-point*, ovvero la vendita di tratte singole indipendenti ignorando il concetto di "*andata e ritorno*". In tal modo la compagnia ottiene una riduzione dei costi dovuta dal fatto di non dover gestire un elevato numero di arrivi ad orari congruenti per facilitare le connessioni con altre rotte (complessità che, invece, pesa sui costi dei vettori full service per garantire la funzionalità del network hub-and-spoke).
 - II. Una flotta uniforme che consente ai vettori di risparmiare su parti di ricambio e training sui dipendenti specializzati in un singolo tipo di aeromobile.
 - III. Servizio altamente standardizzato che non prevede l'assegnazione di posti riservati, nessuna offerta di servizi aggiuntivi gratuiti come cibo e bevande, bagagli esclusivamente a pagamento e nessun intrattenimento di bordo.
 - IV. Una configurazione dell'aeromobile che consente una maggior capacità di carico in termini di passeggeri con sedili non reclinabili.
 - V. Equipaggio meno numeroso rispetto ai vettori full-service che consente un *saving* importante in termini di costo del personale e l'utilizzo metodi innovativi per la generazione di ricavi come, ad esempio, l'inclusione sul proprio sito web di opzioni di prenotazione per hotel e noleggio auto. Infine non vengono offerti *frequent flier programs* in quanto i vantaggi in termini di fidelizzazione del cliente non sono così convenienti per questo tipo di vettori.

3. Vettori regionali: servono da vettori *feeder* ai full service carriers collegando le rotte secondarie agli aeroporti hub. Spesso operano attraverso piccoli jet o aerei a turboelica generalmente offrendo un servizio a classe singola non vendendo ticket propri ma contrattando le loro capacità con i FSC.

Negli ultimi anni la competizione tra LCC e FSC si è acuita ed i vettori low-cost, oltre ad incrementare in maniera notevole il loro traffico e, di conseguenza, le loro quote di mercato, hanno cominciato ad offrire particolari rotte, o collegamenti verso aeroporti, già coperte da vettori full-service.¹⁵⁵ Allo stesso modo anche le maggiorazioni sulle tariffe applicate dai FSC si sono lentamente erose.¹⁵⁶

A seguito di questa convergenza tra i due tipi di vettori si è verificata una riconfigurazione all'interno dell'industry: i vettori full service hanno, infatti, iniziato ad espandere il proprio network a sfavore dei LCC attraverso

¹⁵⁴ Button K., Ison S., *The economics of low-cost airlines: Introduction*. Research in Transportation Economics 2008 pag. 1-4; Gillen D., *Airline business models and networks: Regulation, competition and evolution in aviation markets*. Review of Network Economics 2006 pag. 366 e ss; Gillen D., Gados A., *Airlines within airlines: Assessing the vulnerabilities of mixing business models*. Research in Transportation Economics, 2008, pag. 25e ss; Huschelrath K., Muller K., *Low cost carriers and the evolution of the domestic U.S. Airline industry*. Competition and Regulation in Network Industries 2012, pag. 133 e ss.

¹⁵⁵ Henrickson K. E., Wilson W. *The convergence of low-cost and legacy airline operations*. In J. D. Bitzan, J. H. Peoples., W W Wilson Vol. 5. *Airline Efficiency: Advances in airline economics* pag 355 e ss. Emerald, 2016.

¹⁵⁶ Borenstein S., *Moving beyond deregulation: Why can't US airlines make money?* *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2011, pag. 233 e ss.

fusioni/acquisizioni ed alleanze strategiche innescando un processo di polarizzazione all'interno del contesto competitivo con la creazione di grandi gruppi eterogenei.¹⁵⁷

Oltre al ricorso ad acquisizioni ed alleanze, i full-service carriers hanno adottato alcune strategie finalizzate ad un incremento della produttività e del *cost management* ad esempio offrendo servizi point-to-point in aeree dove è presente un tasso di domanda elevato, aumentando le percentuali di utilizzo degli aeromobili, oppure attraverso la creazione di divisioni low-cost al proprio interno.¹⁵⁸

Le società che verranno analizzate in seguito sono state individuate proprio in relazione alla nuova tendenza di integrazione tra vettori low-cost e vettori full-service e, nel 2019, prima dell'avvento della pandemia di Covid-19, detenevano la leadership in termini di ricavi su tutti gli operatori del trasporto aereo in Europa.

¹⁵⁷ Ivi, Op.cit.

¹⁵⁸ Bitzan J., Peoples J., *A comparative analysis of cost change for low-cost, full-service, and other carriers in the US airline industry*, Research in Transportation Economics 2016, 25-41, 10 August 2016

4. Casi Aziendali

Seguendo le modalità di analisi descritte nel capitolo 2 si procede con l'analisi di bilancio per indici dei gruppi indicati — Air France KLM, Lufthansa Group e International Airline Group— nel triennio 2017-2019 e successivamente i risultati vengono confrontati con gli indici ottenuti nel 2020 per quantificare l'impatto della pandemia sull'equilibrio economico-finanziario aziendale.

Nella parte finale del capitolo verranno poi messi a confronto gli indici delle varie società così da costruire un'analisi spaziale che permetta di determinare i benchmark di mercato, i tratti comuni e gli elementi di criticità di alcuni player rispetto alla concorrenza.

4.1. Air France-KLM Group

Il gruppo Air-France-KLM è uno dei gruppi leader in termini di traffici intercontinentali con sede di partenza il continente europeo e nel 2019 è stato uno dei maggiori player sul mercato europeo in termini di ricavi.

Il gruppo è nato nel 2004 a seguito di una fusione tra Air France e KLM e può contare sui due grandi aeroporti Hub: Paris–Charles de Gaulle e Amsterdam Airport Schiphol.

Air France e KLM rappresentano rispettivamente le compagnie di bandiera francese e quella dei Paesi Bassi e la fusione del 2004 ha rappresentato un fenomeno di privatizzazione per le compagnie; infatti i due Stati mantengono rispettivamente il 14% delle partecipazioni, mentre il 50,2% del capitale è flottante. La restante parte è detenuta rispettivamente da China Eastern Airlines e Delta Air Lines¹⁵⁹ rappresentando due partnership importanti utili all'ampliamento delle rotte ed allo sviluppo di un crescente traffico aereo.¹⁶⁰

Come anticipato Air France è la compagnia aerea di bandiera francese che ha come hub principale l'aeroporto parigino di Charles de Gaulle mentre KLM è la compagnia di bandiera dei Paesi Bassi con aeroporto principale quello di Amsterdam Schiphol. Queste due compagnie, pur sotto lo stesso gruppo operano separatamente come due entità distinte mantenendo i propri marchi. Air France suddivide la propria attività in 3 aree principali: trasporto passeggeri, trasporto cargo ed assistenza e manutenzione aeromobili.

Il triennio 2012-2015 è stato caratterizzato da un'elevata complessità poiché a causa dell'elevato indebitamento e della bassa redditività, il gruppo ha dovuto inaugurare un piano di trasformazione triennale.

In ogni caso il periodo 2010-2019, come evidenziato nel grafico successivo, è stato caratterizzato da un percorso solido in termini di ricavi con un trend crescente, salvo le difficoltà incontrate nel 2018 a causa dell'aumento delle accise sul carburante ma soprattutto a causa dei grandi scioperi indetti dai piloti e personale di bordo per aumenti salariali, determinando un elevato numero di cancellazioni di voli e collegamenti per periodi prolungati durante tutto l'anno.

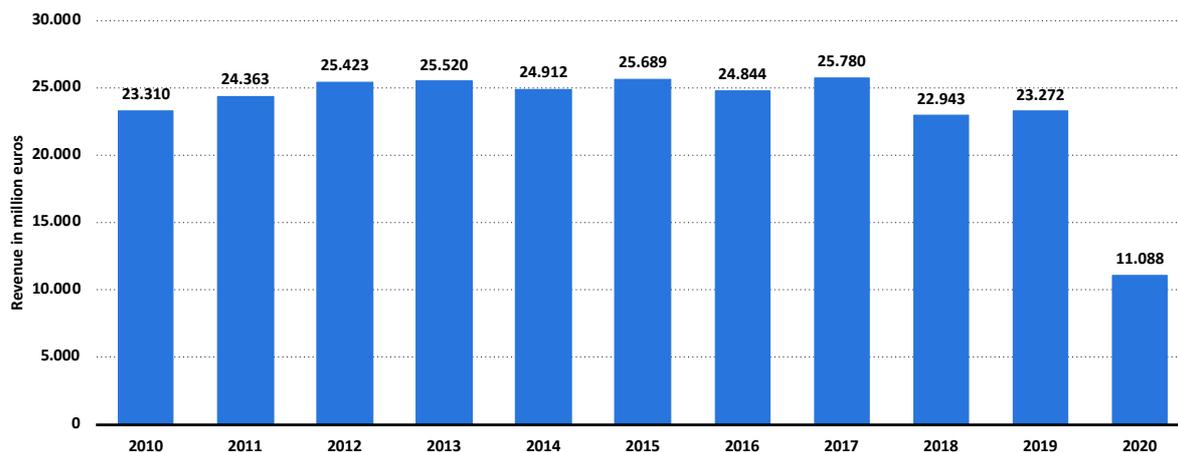
Anche il Load factor ha seguito un per tutto il decennio un incremento costante toccando nel 2019 il valore record di 90,3 punti percentuali evidenziando la bontà del percorso di ricerca di una crescente efficienza intrapreso dalla compagnia.

¹⁵⁹ Shareholding structure, Air France-KLM web site: <https://www.airfranceklm.com/en/finance/financial-information/capital-structure>

¹⁶⁰ ARTICLE : Air France-KLM e Delta estendono la propria collaborazione di code sharing a Jet Airways via Parigi e Amsterdam Sep 27, 2016; <https://news.delta.com/air-france-klm-e-delta-estendono-la-propria-collaborazione-di-code-sharing-jet-airways-parigi-e>

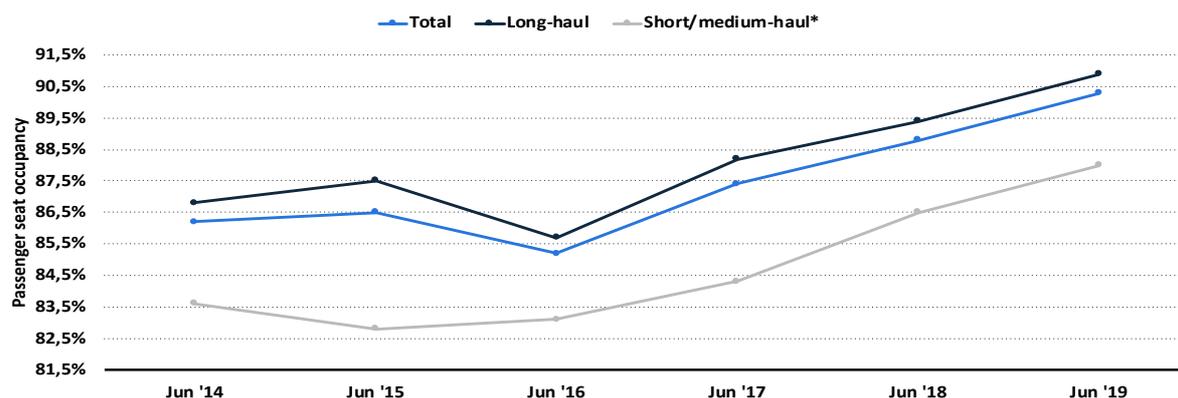
L'impatto della pandemia di Covid nel primo trimestre del 2020 ha interrotto questi trend positivi causando un vero e proprio crollo settoriale con una crisi senza precedenti¹⁶¹; il numero dei passeggeri trasportati dal gruppo si è ridotto in un solo anno del 67% passando dai 104 milioni di passeggeri trasportati nel 2019, a poco più di 34 milioni nell'intero 2020. Contestualmente i ricavi operativi si sono pressoché dimezzati, sostenuti parzialmente da una buona performance dell'attività cargo che ha registrato un +77% in termini di ricavi unitari, ma non sufficiente a sostenere la gestione operativa di un gruppo operante in un settore dove quasi il 50% dei costi è fisso o semi fisso.

Ricavi Air France-KLM tra il 2010 e 2020 in milioni di euro:



Fonte: Air France KLM Full Year Results 2010-2020.

Load factor Air France-KLM da Giugno 2014 a Giugno 2019 diviso per fasce di lunghezza di viaggio:



Fonte: Air France KLM, June 2019, Traffic press release.

¹⁶¹ Air France-KLM Results at 31 December 2020, 18 February 2021.

4.1.1. Analisi della solvibilità

L'analisi della solidità prevede, come definito nei capitoli precedenti, la previa riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale distinguendo fonti ed impieghi in relazione alla loro esigibilità/realizzabilità. Le analisi sono state effettuate nel periodo dal 2017 al 2020; di seguito, quindi verranno presentati in forma riassuntiva i documenti contabili sopracitati, evidenziando i macro risultati utili per la costruzione degli indici.

Le attività correnti vengono inoltre presentate in relazione al criterio della velocità di trasformazione in forma liquida suddivise in: Magazzino, liquidità differite e liquidità immediate. Questo risulta utile ai fini dell'analisi di liquidità di primo livello, volta ad indagare sulla capacità dell'impresa di far fronte alle uscite monetarie entro i 12 mesi. Di seguito gli schemi di stato patrimoniale riclassificati secondo il criterio finanziario

in € millions

SP riclassificato finanziario 2017			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	15.357	MP	3.015
Att.Corr	9.051	Pass.Cons	10.348
Magazzino	557	Pass.Corr	11.045
Liq. Differite	3.821		
Liq.Immediate	4.673		
tot.	24.408	tot.	24.408

in € millions

SP riclassificato finanziario 2018			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	21.261	MP	1.865
Att.Corr	7.796	Pass.Cons	14.875
Magazzino	633	Pass.Corr	12.317
Liq. Differite	3.578		
Liq.Immediate	3.585		
tot.	29.057	tot.	29.057

in € millions

SP riclassificato finanziario 2019			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	22.196	MP	2.299
Att.Corr	8.539	Pass.Cons	15.787
Magazzino	737	Pass.Corr	12.649
Liq. Differite	4.087		
Liq.Immediate	3.715		
tot.	30.735	tot.	30.735

in € millions

SP riclassificato finanziario 2020			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	20.316	MP	-5.418
Att.Corr	9.895	Pass.Cons	23.851
Magazzino	543	Pass.Corr	11.778
Liq. Differite	2.929		
Liq.Immediate	6.423		
tot.	30.211	tot.	30.211

Fonte: rielaborazione propria dati contenuti in Air France-KLM annual report 2017, 2018, 2019, 2020.

A prima vista è possibile notare valori di capitale proprio di gran lunga inferiori al livello delle attività, in particolare nel 2020, l'equity risulta addirittura negativo scendendo al di sotto del limite legale. Tuttavia attraverso gli indici è possibile avere una panoramica più accurata sulla solidità aziendale:

Analisi Solidità			2017	2018	2019	2020
<i>1° livello</i>	Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,20	0,09	0,10	Privo di significato
	Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	0,87	0,79	0,81	0,91
<i>2° livello</i>	Quoziente di indebitamento complessivo	(Pcorr+Pcons)/MP	7,10	14,67	12,37	Privo di significato
	Quoziente di indebitamento finanziario	Dfin/MP	2,91	3,26	2,93	Privo di significato
	Quoziente di rigidità	AF/AC	1,70	2,73	2,60	2,93

Fonte: rielaborazione propria dati contenuti in Air France-KLM annual report 2017, 2018, 2019, 2020.

Il quoziente primario, nonostante il valore ottimale sia considerata l'unità, esso è ritenuto sufficiente anche per valori vicini a 0,3, purché il quoziente di struttura secondario sia pari a 1. Il Gruppo analizzato presenta dal 2017 al 2019 una elevata vulnerabilità in quanto, oltre ad avere mezzi propri molto ridotti in relazione alle attività consolidate, vi è una mancata correlazione tra fonti ed impieghi evidenziata da un quoziente di struttura secondario minore di 1, elemento che sottolinea come una parte dell'attivo fisso sia finanziata con passività a breve termine. Questo è un elemento molto pericoloso per la solidità aziendale in quanto tali passività diventano esigibili prima che i fattori produttivi pluriennali abbiano generato il proprio ciclo di generazione dei flussi monetari. È evidente quindi che nel breve periodo l'azienda possa trovarsi di fronte ad uno squilibrio finanziario.

L'insufficienza del capitale proprio in relazione alle attività è sottolineata dall'analisi di solidità di secondo livello — che indaga sul grado di indebitamento complessivo e finanziario dell'ente — in quanto il quoziente di indebitamento complessivo, pur inquinato da passività che non attingono al finanziamento dell'attivo — come ad esempio i debiti commerciali — definisce una elevata dipendenza dal capitale di terzi. Nel 2018 il rapporto tra passività e mezzi propri è raddoppiato passando da 7 a 14, ciò significa che nel 2018 le passività sono state 14 volte l'ammontare del capitale proprio.

Il quoziente di indebitamento finanziario garantisce una maggior significatività per quanto riguarda il livello di indebitamento in relazione alle fonti di finanziamento in senso proprio, ossia quelle che attengono esclusivamente all'acquisizione dei capitali per il finanziamento dell'attivo. La società si presenta altamente indebitata con un D/E ratio mediamente 2,75 volte superiore all'ammontare dei mezzi propri ed in tale condizione la sostenibilità finanziaria inizia ad essere compromessa in quanto la crescente rischiosità aziendale derivante dalla maggiore esposizione finanziaria determina un incremento nel costo del capitale di terzi e questo va ad impattare anche a conto economico e quindi sulla redditività aziendale. Successivamente, durante l'analisi della redditività verranno approfondite le cause che hanno determinato tale incremento negli indici di indebitamento aziendali.

La pandemia di Covid-19 nel 2020 ha avuto un impatto devastante su una condizione di equilibrio finanziario già precaria. Osservando lo stato patrimoniale riclassificato per l'anno 2020 si vede come il capitale proprio sia sceso al di sotto del limite legale assumendo valori negativi. Le perdite subite nell'esercizio 2020 sono state così importanti da superare riserve, utili da destinare e capitale sociale portando l'equity ad un valore negativo. Questa circostanza *“costituisce quindi un pregiudizio alla continuità aziendale, fintantoché le perdite non siano state ripianate e il capitale sociale riportato almeno al limite legale”*.¹⁶²

Le restrizioni al trasporto di persone imposte dagli Stati hanno obbligato il gruppo a ricorrere al debito per far fronte alle necessità di cassa dettate anche da una struttura di costi molto rigida; l'indebitamento finanziario è passato da 6,7 miliardi di euro a 15 miliardi di euro, mettendo a serio rischio il going-concern dell'ente.

In queste condizioni la continuità aziendale risulta, quindi, compromessa e risulta necessario un piano di rimborso del capitale di terzi per ridurre l'esposizione finanziaria e riportare l'indebitamento a livelli sostenibili, previa la ricostituzione del limite legale del capitale sociale. Il valore negativo dei mezzi propri determina una mancanza di significatività dei ratio ottenuti¹⁶³, in ogni caso gli effetti della pandemia verranno analizzati, dal punto di vista delle performance economiche, nel paragrafo successivo attraverso l'analisi della redditività.

¹⁶² Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Crisi d'impresa gli indici dell'allerta*, 20 ottobre 2019.

¹⁶³ Valori negativi nei ratio sono privi di significato per tale motivo non sono stati presi in considerazione.

L'analisi della liquidità va ad indagare sull'equilibrio finanziario aziendale nel breve periodo misurando la capacità dell'ente di fronteggiare uscite monetarie entro i dodici mesi.

Analisi Liquidità			2017	2018	2019	2020
<u>1° livello</u>	Current Ratio	Att.Corr/Pass.Corr	0,82	0,63	0,68	0,84
	Quick Ratio	(LI+LD)/Passività correnti	0,77	0,58	0,62	0,79
	Cash Ratio	LI/Pass.Corr	0,42	0,29	0,29	0,55
<u>2° livello</u>	Indice rotazione magazzino	A) (M.M/C.M.V)*365	9	9	10	25
	Indice rotazione crediti commerciali	B) (C.C.M/V)*365	30	34	34	65
	Indice rotazione debiti commerciali	C) (D.C.M/A)*365	92	93	94	66
	Net working capital cycle	A + B - C	-52	-49	-50	24

Fonte: Rielaborazione propria

Nel caso in cui fosse richiesto il rimborso simultaneo delle passività in scadenza nel breve periodo, l'analisi effettuata evidenzia l'incapacità dell'ente di far fronte a tali pagamenti in tutto l'arco temporale preso in considerazione. Il valore ottimale del current ratio dovrebbe essere superiore all'unità, mentre, il gruppo, nei 4 esercizi, ha un current ratio medio pari a 0,74.

Il *peso* del magazzino sul totale delle attività di breve termine è molto ridotto, mediamente il 7% del totale dell'attivo. Risulta dovuta una riflessione relativa alla gestione della cassa: il cash ratio per essere ritenuto soddisfacente dovrebbe assumere valori vicini a 0,2 - 0,3 poiché le disponibilità liquide sono fondamentali sia per garantire la continuità della gestione aziendale in caso di uscite monetarie inaspettate, ma, allo stesso tempo tale quoziente non deve produrre un valore troppo elevato in quanto la liquidità generata dovrebbe essere utilizzata per investimenti rivolti alla crescita ed al consolidamento della competitività aziendale. Nel 2020 il cash ratio risulta elevato e questa è da ricondurre ad una scelta strategica da parte del management che, in base ad i risultati ottenuti nel primo trimestre 2020, ha optato per dimezzare l'ammontare di investimenti in conto capitale passando da 3,6 miliardi di euro ad 1,9 miliardi di euro. Inoltre, le manovre di *cash preservation* hanno garantito una riduzione di 500 milioni di euro grazie al differimento di tasse, oneri sociali e negoziazioni con i fornitori.¹⁶⁴

Infine, osservando la durata del ciclo del circolante, fino al 2019, il gruppo incassava mediamente 50 giorni prima rispetto al pagamento dei fornitori. La gestione positiva del ciclo del capitale circolante è confermata anche dai dati del rendiconto finanziario riportati in seguito: dal 2017 al 2019 il gruppo era in grado di finanziare l'attività di investimento attraverso la cassa generata dall'attività operativa ed anche a ripagare parzialmente i debiti contratti. Nel 2020 invece questo trend positivo si è interrotto e il crollo dei ricavi di vendita ha determinato una cassa negativa derivante dalla gestione operativa, necessariamente per supportare l'attività di investimento il gruppo ha fatto ricorso al debito, elemento evidenziato dall'incremento di cassa derivante dall'attività di finanziamento.¹⁶⁵

	2017	2018	2019	2020
<i>in € millions</i>				
Net cash flow from operating activities	2.898	3.712	3.895	-2.826
Net cash flow used in investing activities	-2.456	-2.618	-3.318	-1.583
Net cash flow from financing activities	325	-2.188	-447	7.147

¹⁶⁴Results presentation *FY 2020 highlights at 31 December 2020*, 18 February 2021

4.1.2. Analisi della redditività

L'analisi della redditività è basata sulla riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico secondo il criterio della pertinenza gestionale. Gli schemi di bilancio presentati in seguito — una forma compatta della riclassificazione effettuata— evidenziano i macro-aggregati delle aree operative ed extra operative suddivise a loro volta in base al criterio della realizzazione/esigibilità entro od oltre i 12 mesi.

in € millions

SP riclassificato gestionale 2017			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	13.909	Mezzi Propri	3.015
Att.Oper. corr.	3.467	Pass.oper. non corr.	4.056
Tot attività operative	17.376	Pass.oper. corr.	9.486
Att. non Oper corr	1.448	Tot. pass. oper.	13.542
Att. non Oper non corr	5.584	Pass. non oper. corr.	6.293
totale att. non oper	7.032	Pass. non Oper. non corr.	1.558
		totale pass. non oper	7.851
tot.	24.408	tot.	24.408

in € millions

SP riclassificato gestionale 2018			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	19.521	Mezzi Propri	1.865
Att.Oper. corr.	3.661	Pass.oper. non corr.	5.256
Tot attività operative	23.182	Pass.oper. corr.	10.169
Att. non Oper corr	1.740	Tot. pass. oper.	15.425
Att. non Oper non corr	4.135	Pass. non oper. corr.	9.618
totale att. non oper	5.875	Pass. non Oper. non corr.	2.149
		totale pass. non oper	11.767
tot.	29.057	tot.	29.057

in € millions

SP riclassificato gestionale 2019			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	20.861	Mezzi Propri	2.299
Att.Oper. corr.	3.767	Pass.oper. non corr.	6.261
Tot attività operative	24.628	Pass.oper. corr.	10.679
Att. non Oper corr	1.334	Tot. pass. oper.	16.940
Att. non Oper non corr	4.773	Pass. non oper. corr.	9.525
totale att. non oper	6.107	Pass. non Oper. non corr.	1.971
		totale pass. non oper	11.496
tot.	30.735	tot.	30.735

in € millions

SP riclassificato gestionale 2020			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	19.429	Mezzi Propri	-5.418
Att.Oper. corr.	2.705	Pass.oper. non corr.	7.133
Tot attività operative	22.134	Pass.oper. corr.	9.258
Att. non Oper corr	887	Tot. pass. oper.	16.391
Att. non Oper non corr	7.190	Pass. non oper. corr.	16.717
totale att. non oper	8.077	Pass. non Oper. non corr.	2.521
		totale pass. non oper	19.238
tot.	30.211	tot.	30.211

Fonte: rielaborazione propria dati contenuti in Air France-KLM annual report 2017, 2018, 2019, 2020.

Allo stesso modo anche il conto economico, sulle indicazioni definite nel capitolo 2, è stato costruito secondo il criterio della pertinenza gestionale evidenziando i risultati intermedi fino alla determinazione dell'utile netto/perdita di periodo.

in € millions

Conto economico Riclassificato 2017	
Reddito Operativo	-419
Saldo area extra caratteristica	151
EBIT	-268
Oneri finanziari	-249
Reddito Lordo	-517
imposte	229
Reddito netto	-288

in € millions

Conto economico Riclassificato 2018	
Reddito Operativo	1320
Saldo area extra caratteristica	-232
EBIT	1088
Oneri finanziari	-465
Reddito Lordo	623
imposte	-227
Reddito netto	396

in € millions

Conto economico Riclassificato 2019	
Reddito Operativo	1010
Saldo area extra caratteristica	-222
EBIT	788
Oneri finanziari	-442
Reddito Lordo	346
imposte	-76
Reddito netto	270

in € millions

Conto economico Riclassificato 2020	
Reddito Operativo	-6000
Saldo area extra caratteristica	-432
EBIT	-6432
Oneri finanziari	-496
Reddito Lordo	-6928
imposte	-97
Reddito netto	-7025

Fonte: rielaborazione propria dati contenuti in Air France-KLM annual report 2017, 2018, 2019, 2020.

Una volta riclassificati i documenti di bilancio è possibile procedere all'analisi della redditività che indaga sulla capacità dell'azienda di remunerare adeguatamente i fattori produttivi attraverso la creazione di reddito dalle risorse impiegate.

Analisi Redditività		2017	2018	2019	2020
ROE	Profit or Loss/(MP-Profit or Loss-Other comprehensive income)	-10,8%	21,0%	16,2%	Privo di significato
ROI	Reddito operativo/CION	-10,9%	17,0%	13,1%	-104,5%
ROIex	Reddito extr.Caratt./Cap.Inve Extr.caratt.	-3%	-4%	-2%	-2%
RONA	EBIT/CIN	-9%	13%	10%	-101%
LEVA FINANZIARIA	D/E	2,91	3,26	2,93	Privo di significato
ROS	EBIT/Ricavi	-1,6%	5,0%	3,7%	-54,1%
ASSET TURNOVER (AT)	Ricavi/CIO	1,48	1,14	1,10	0,50
FIXED ASSET TURNOVER (FAT)	Ricavi/Immob. Operative	1,85	1,36	1,30	0,57
WORKING CAPITAL CYCLE (WCC)		-71	-49	-50	24

Fonte: rielaborazione propria

La redditività totale dell'impresa nel 2017 è risultata negativa con un ROE al -10,8%. Per spiegare questo risultato insoddisfacente è necessario osservare il reddito operativo che è stato pari a -419 milioni di euro portando evidentemente anche il ROI ad assumere un valore negativo.

Una lettura non approfondita di tali indici potrebbe portare in errore l'utilizzatore dell'informativa di bilancio, in quanto, come evidenziato nelle note, il risultato del 2017 è stato penalizzato dal cambiamento della normativa vigente nello olandese in termini di retribuzione dei membri della cabina di pilotaggio che ha portato ad una svalutazione degli asset pensionistici detenuti dal gruppo nell'attivo dello stato patrimoniale. La svalutazione è stata pari a 1,4 miliardi di euro che sono stati portati a conto economico come una spesa non ricorrente determinando un impatto estremamente negativo sulla redditività aziendale.¹⁶⁶

Se non ci fosse stato l'impatto di queste spese non ricorrenti, la redditività sarebbe stata estremamente positiva e tale dato è confermato dall'asset turnover e dal fixed asset turnover. Infatti questi indici indicano la capacità del capitale investito di generare ricavi, in particolare quante volte l'ammontare investito nel capitale di funzionamento è ritornato in forma liquida in termini di ricavi. L'asset turnover considera tutto il capitale investito nell'attività operativa mentre il fixed asset turnover ha al denominatore solo le immobilizzazioni operative.

Dato il business di riferimento che, come è già stato detto, è caratterizzato da elevate barriere all'entrata derivanti dall'elevata necessità di capitale, il fatto che le immobilizzazioni operative hanno generato ricavi pari a quasi 2 volte il capitale investito deve essere considerato come un valore estremamente positivo ed effettivamente, comparando questo valore con quello degli anni successivi, questo è stato il risultato migliore ottenuto dall'ente nel periodo analizzato.

Il biennio 2018-2019 è stato caratterizzato da una redditività complessiva aziendale positiva; il ROE è stato rispettivamente del 21% nel 2018 e del 16,2% nel 2019. Comparando questi valori con quelli ritenuti *Fair* dagli investitori in relazione alla rischiosità dell'industry ed effettuando un'operazione di *leveraging* del beta in

¹⁶⁶Air France-KLM press release: *New pension scheme agreements reached by KLM with its pilot and cabin staff unions*, Roissy, 23 October 2017; Air France-KLM: *full year 2017 results*, 6 February 2018.

relazione alla struttura finanziaria aziendale, è risultato che la redditività del gruppo è stata superiore di quella attesa dagli investitori.

$$\text{Beta lev} = \text{Beta unlev} * [1 + (\text{D/E}) * (1-T)]$$

$$\text{Ke} = \text{Rf} + \text{Beta lev} * \text{ERP}$$

Year	Rf AVG Eurirs 10Y	Beta Industry Unlevered	D/E	Tax Rate	Beta levered	ERP	Fair ROE	ROE	Variance
2017	0,82%	0,69	2,91	20,10%	2,301	6,01%	14,64%	-10,8%	-25,44%
2018	0,97%	0,58	3,26	20,13%	2,095	7,47%	16,62%	21,0%	4,38%
2019	0,26%	0,61	2,93	19,85%	2,048	6,25%	13,05%	16,2%	3,11%
2020	-0,13%	0,92	N/A	19,87%	N/A	5,88%	N/A	N/A	-

Fonte: rielaborazione propria

L'attività operativa ha contribuito maggiormente alla redditività aziendale e questo è evidenziato dal ROI che è stato rispettivamente del 17% e 13%, mentre la redditività della gestione extra caratteristica ha impattato negativamente sulla redditività complessiva.

Analizzando i ratio relativi all'esercizio 2020 il risultato operativo e l'utile hanno risentito della riduzione dei ricavi di vendita causata dalle restrizioni imposte contro la diffusione della pandemia; la perdita dell'esercizio è stata pari a 7 miliardi di euro, 3 volte superiore all'equity registrato il primo Gennaio 2020. Grazie al ROS abbiamo un'idea del tasso di assorbimento dei costi: per ogni unità di ricavo venivano generati 0,54 euro di perdita operativa evidenziando come il settore del trasporto aereo sia caratterizzato da un struttura estremamente rigida dei costi (come detto 50% dei costi fissi o semifissi) che, nonostante la riduzione dei volumi relativi all'attività aziendale, le strategie di ristrutturazione ed il differimento delle tasse e degli oneri sociali, non possono essere ridotti impattando inesorabilmente sul risultato di periodo.

4.2. Lufthansa Group

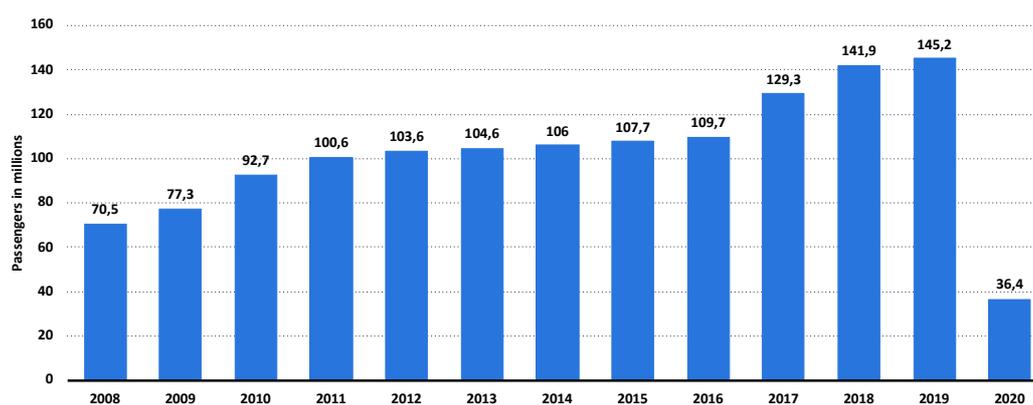
Lufthansa Group è un player tedesco di portata globale nel settore del trasporto aereo che offre un portafoglio di servizi come la manutenzione di aeromobili, servizi di catering di bordo, trasporto cargo e trasporto passeggeri, tutto questo tramite un network di oltre 550 società controllate e partecipate.

Il core business prevede senza dubbio il trasporto aereo diviso in trasporto cargo affidato alla sussidiaria Lufthansa Cargo interamente controllata dal gruppo ed in trasporto passeggeri.

Per quanto riguarda il trasporto passeggeri, il gruppo offre un servizio *premium* hub and spoke, con Hub principale l'aeroporto di Francoforte, attraverso varie sussidiarie interamente controllate tra cui Lufthansa German Airlines, SWISS Airlines e Austrian Airlines, garantendo al cliente la massima flessibilità in termini di viaggio. L'offerta viene poi completata da due società, anch'esse interamente controllate, Eurowings e Brussels Airlines attraverso un servizio low-cost per soddisfare i segmenti di domanda maggiormente sensibili al prezzo con un network point-to-point.¹⁶⁷

L'ente nasce come compagnia di bandiera dello Stato tedesco ma, nel tempo, ha saputo adattarsi alla grande deregolamentazione del settore e, attraverso varie acquisizioni, ha costruito un ventaglio di offerte che hanno saputo intercettare ogni segmento di domanda. Nel 2019 è stato il gruppo leader nel mercato del trasporto aereo europeo con un totale di 145 milioni di passeggeri trasportati con un load factor record dell'82,5% e 36 miliardi di dollari di fatturato comprendendo anche i ricavi di trasporto cargo, catering e servizi manutentivi.¹⁶⁸ Nel 2020 gli effetti delle restrizioni per contrastare l'espansione della pandemia hanno fatto crollare il numero di passeggeri trasportati che sono diminuiti del 76% con un'offerta di 390.000 voli contro quasi 1,2 milioni dell'anno precedente. La caduta del traffico aereo ha ridotto i ricavi del 63% determinando un risultato operativo molto negativo ed una perdita di esercizio pari a 6,7 miliardi di euro che ha interessato tutti i business del gruppo ad eccezione di quello logistico che ha fatto registrare un fatturato di 2,8 miliardi di euro, 11% superiore rispetto all'anno precedente.¹⁶⁹ Di seguito si propongono due schemi volti ad evidenziare l'impatto della pandemia di coronavirus sui risultati aziendali rispetto al trend seguito nel triennio precedente:

Passeggeri trasportati dal gruppo Lufthansa dal 2008 al 2020 in milioni:



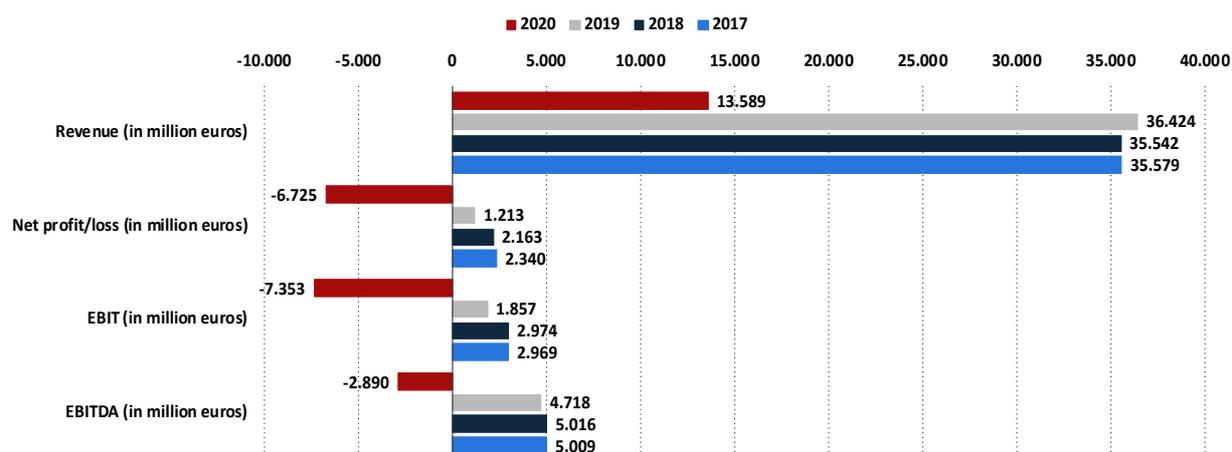
Fonte: Lufthansa - Annual Report 2020, pagina 276

¹⁶⁷ Lufthansa Annual Report 2019: *Creating sustainable value*.

¹⁶⁸ Ivi, op. cit

¹⁶⁹ Lufthansa Group FY 2020 Results Analyst Conference, Frankfurt, 4 March 2021

Key figures Lufthansa dal 2017 al 2020:



Fonte dati: Lufthansa Annual Report 2020, pagina 275

4.2.1. Analisi della Solvibilità

Come nel paragrafo precedente si presentano i documenti di bilancio riclassificati secondo il criterio finanziario così da procedere alla costruzione degli indici strumentale all'analisi della solvibilità aziendale:

in € millions

SP riclassificato finanziario 2017			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	25.237	MP	9.598
Att.Corr	11.030	Pass.Cons	14.030
Magazzino	907	Pass.Corr	12.639
Liq. Differite	8.726		
Liq.Immediate	1.397		
tot.	36.267	tot.	36.267

in € millions

SP riclassificato finanziario 2018			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	27.559	MP	9.573
Att.Corr	10.654	Pass.Cons	12.425
Magazzino	968	Pass.Corr	16.215
Liq. Differite	8.186		
Liq.Immediate	1.500		
tot.	38.213	tot.	38.213

in € millions

SP riclassificato finanziario 2019			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	31.374	MP	10.256
Att.Corr	11.285	Pass.Cons	16.417
Magazzino	980	Pass.Corr	15.986
Liq. Differite	8.890		
Liq.Immediate	1.415		
tot.	42.659	tot.	42.659

in € millions

SP riclassificato finanziario 2020			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	29.444	MP	1.387
Att.Corr	10.040	Pass.Cons	23.438
Magazzino	726	Pass.Corr	14.659
Liq. Differite	7.508		
Liq.Immediate	1.806		
tot.	39.484	tot.	39.484

Fonte: Rielaborazione propria dati di bilancio contenuti in Lufthansa Annual report 2017,2018,2019,2020

A questo punto è possibile procedere con la costruzione degli indicatori utili all'analisi della solvibilità divisa in analisi della solidità ed analisi della liquidità:

Analisi Solidità			2017	2018	2019	2020
<i>1° livello</i>	Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,38	0,34	0,33	0,05
	Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	0,94	0,80	0,85	0,84
<i>2° livello</i>	Quoziente di indebitamento complessivo	(Pcorr+Pcons)/MP	2,78	2,99	3,16	27,47
	Quoziente di indebitamento finanziario	Dfin/MP	0,71	0,70	0,75	9,44
	Quoziente di rigidità	AF/AC	2,29	2,59	2,78	2,93

Fonte: Rielaborazione propria

L'analisi degli indici rivela una elevata vulnerabilità del gruppo dettata da un quoziente di struttura secondario minore di 1 determinando un'insufficienza delle fonti in scadenza nel lungo periodo a copertura dell'attivo fisso. È evidente quindi una mancata correlazione tra fonti ed impieghi in quanto parte dell'attivo fisso è finanziato con passività che diventeranno esigibili prima che gli impieghi possano essere in grado di generare il proprio flusso monetario in entrata attraverso i ricavi di vendita.

L'analisi di secondo livello che indaga sull'indebitamento complessivo dell'ente mostra una situazione equilibrata tra fonti di finanziamento esterne e mezzi propri fino al 2019 con un rapporto di indebitamento finanziario inferiore all'unità. Nel 2020 l'equilibrio viene sovvertito ed il quoziente di indebitamento complessivo, pur inquinato da passività di funzionamento che non attingono al finanziamento dell'attivo, mostra un'elevatissima dipendenza dal capitale di terzi. L'indebitamento è cresciuto di circa 9 volte in un anno per due motivazioni principali:

- Le elevate perdite dovute alla riduzione dei traffici a causa del coronavirus hanno impattato negativamente sull'equity della società riducendolo di circa 7 volte rispetto all'esercizio precedente e questo ha determinato quindi un denominatore inferiore nei ratio dando un risultato molto elevato.
- L'indebitamento finanziario è aumentato imponentemente per far fronte alle necessità di cassa dovute alla diminuzione dei ricavi di vendita ed ai rimborsi ai clienti per le prestazioni non erogate. Complessivamente l'indebitamento finanziario è passato da 10 a 15 miliardi di euro in un solo esercizio.

Il quoziente di rigidità informa che le attività non correnti sono circa 2,5 volte le attività correnti definendo una struttura del capitale molto rigida.

Analisi Liquidità			2017	2018	2019	2020
<i>1° livello</i>	Current Ratio	Att.Corr/Pass.Corr	0,87	0,66	0,71	0,68
	Quick Ratio	(LI+LD)/Passività correnti	0,80	0,60	0,64	0,64
	Cash Ratio	LI/Pass.Corr	0,11	0,09	0,09	0,12
<i>2° livello</i>	Indice rotazione magazzino	A) (M.M/C.M.V)*365	17	18	18	37
	Indice rotazione crediti commerciali	B) (C.C.M/V)*365	36	45	43	121
	Indice rotazione debiti commerciali	C) (D.C.M/A)*365	88	84	78	132
	Net working capital cycle	A + B - C	-36	-21	-18	26

Fonte: Rielaborazione propria

Attraverso l'analisi della liquidità è possibile indagare sull'equilibrio finanziario nel breve periodo. Il current ratio mostra un'insufficienza delle attività correnti rispetto alle passività che diventeranno esigibili entro i 12 mesi, quindi, se ne fosse richiesto il pagamento immediato, il gruppo dovrebbe procedere a smobilizzare parte dell'attivo fisso, elemento che potrebbe compromettere la gestione operativa e la continuità aziendale.

In ogni caso un current ratio insufficiente non implica necessariamente che l'azienda non possa essere in grado di pagare i propri creditori nel breve periodo in quanto questo si lega anche al ciclo del circolante ed eventuali dilazioni di pagamento chieste ai fornitori, di conseguenza una volta incassato, non è detto che l'ente non sia in grado di rispettare le proprie obbligazioni nel breve periodo.

Il magazzino ha rappresentato mediamente l'8% del totale dell'attivo corrente quindi solo una piccola parte delle attività di breve termine possono essere soggette ad obsolescenza e quindi di più complessa trasformazione in liquidità.

Le disponibilità liquide nel periodo analizzato hanno coperto mediamente il 10% del totale delle passività a breve termine, questo significa che il gruppo impiega la liquidità generata nella gestione in investimenti rivolti alla crescita e al rinnovo della flotta. In ogni caso è importante sottolineare che nel caso in cui si presentassero delle uscite inaspettate, il gruppo avrebbe disponibilità limitate per far fronte a tali cash-out con conseguente necessità di riportare in forma monetaria parte delle liquidità differita.

Infine la gestione del ciclo del circolante è risultata ottimale nel periodo 2017-2019; infatti, il gruppo ha incassato dai propri clienti prima di pagare i propri fornitori, elemento che evidenzia un elevato potere contrattuale che garantisce all'ente la possibilità di dilazionare nel tempo i pagamenti dovuti.

La gestione ottimale del ciclo del circolante si ripercuote anche sui risultati intermedi del rendiconto finanziario; infatti, la cassa generata dall'attività operativa negli anni 2017-2019 è stata sufficiente non solo a finanziare interamente l'attività di investimento, ma anche a garantire una remunerazione per gli *shareholders* grazie alla distribuzione dei dividendi. Il trend positivo è stato interrotto nel 2020 in quanto a causa del crollo dei ricavi ed una durata del ciclo del circolante positiva —ovvero situazione in cui i pagamenti sono avvenuti prima degli incassi— la gestione operativa ha registrato un cash-out significativo di quasi 2,5 miliardi di dollari e di conseguenza è stato necessario ricorrere a fonti esterne per finanziare gli investimenti, nonostante questi siano stati ridimensionati di 2/3 rispetto al pianificato.¹⁷⁰

	2017	2018	2019	2020
<i>in € millions</i>				
Net cash flow from operating activities	5.035	4.109	4.030	-2.328
Net cash flow used in investing activities	-4.537	-3.269	-3.867	2.342
Net cash flow from financing activities	-381	-626	-161	5.076

Fonte: Rielaborazione propria Dati contenuti in Lufthansa Annual report 2017,2018,2019,2020.

¹⁷⁰ Lufthansa Group FY 2020 Results Analyst Conference, Frankfurt, 4 March 2021.

4.2.2 Analisi della redditività

Prima di costruire gli indicatori utili ad analizzare la performance economica dell'ente è necessario riclassificare gli schemi di bilancio secondo il criterio della pertinenza gestionale distinguendo fonti ed impieghi, e successivamente costi e ricavi, in relazione alla loro appartenenza alla gestione caratteristico-operativa oppure non operativa.

in € millions

SP riclassificato gestionale 2017			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	24.088	Mezzi Propri	9.598
Att.Oper. corr.	6.482	Pass.oper. non corr.	7.455
Tot attività operative	30.570	Pass.oper. corr.	10.025
Att. non Oper corr	1.149	Tot. pass. oper.	17.480
Att. non Oper non corr	4.548	Pass. non oper. corr.	6.575
totale att. non oper	5.697	Pass. non Oper. non corr.	2.614
		totale pass. non oper	9.189
tot.	36.267	tot.	36.267

in € millions

SP riclassificato gestionale 2018			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	26.178	Mezzi Propri	9.573
Att.Oper. corr.	7.062	Pass.oper. non corr.	7.058
Tot attività operative	33.240	Pass.oper. corr.	12.293
Att. non Oper corr	1.381	Tot. pass. oper.	19.351
Att. non Oper non corr	3.592	Pass. non oper. corr.	5.367
totale att. non oper	4.973	Pass. non Oper. non corr.	3.922
		totale pass. non oper	9.289
tot.	38.213	tot.	38.213

in € millions

SP riclassificato gestionale 2019			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	29.946	Mezzi Propri	10.256
Att.Oper. corr.	7.441	Pass.oper. non corr.	7.817
Tot attività operative	37.387	Pass.oper. corr.	12.586
Att. non Oper corr	1.428	Tot. pass. oper.	20.403
Att. non Oper non corr	3.844	Pass. non oper. corr.	8.600
totale att. non oper	5.272	Pass. non Oper. non corr.	3.400
		totale pass. non oper	12.000
tot.	42.659	tot.	42.659

in € millions

SP riclassificato gestionale 2020			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	28.587	Mezzi Propri	1.387
Att.Oper. corr.	4.320	Pass.oper. non corr.	10.643
Tot attività operative	32.907	Pass.oper. corr.	9.943
Att. non Oper corr	857	Tot. pass. oper.	20.586
Att. non Oper non corr	5.720	Pass. non oper. corr.	12.795
totale att. non oper	6.577	Pass. non Oper. non corr.	4.716
		totale pass. non oper	17.511
tot.	39.484	tot.	39.484

Fonte: Rielaborazione propria Dati contenuti in Lufthansa Annual report 2017,2018,2019,2020.

in € millions

Conto economico Riclassificato 2017	
Reddito Operativo	3.153
Saldo area extra caratteristica	407
EBIT	3.560
Oneri finanziari	-373
Reddito Lordo	3.187
imposte	-789
Reddito netto	2.398

in € millions

Conto economico Riclassificato 2018	
Reddito Operativo	2.800
Saldo area extra caratteristica	196
EBIT	2.996
Oneri finanziari	-212
Reddito Lordo	2.784
imposte	-588
Reddito netto	2.196

in € millions

Conto economico Riclassificato 2019	
Reddito Operativo	1.689
Saldo area extra caratteristica	565
EBIT	2.254
Oneri finanziari	-394
Reddito Lordo	1.860
imposte	-615
Reddito netto	1.245

in € millions

Conto economico Riclassificato 2020	
Reddito Operativo	-7.089
Saldo area extra caratteristica	-1.125
EBIT	-8.214
Oneri finanziari	-417
Reddito Lordo	-8.631
imposte	1.865
Reddito netto	-6.766

Fonte: Rielaborazione propria Dati contenuti in Lufthansa Annual report 2017,2018,2019,2020.

Analisi Redditività		2017	2018	2019	2020
ROE	Profit or Loss/(MP-Profit or Loss-Other comprehensive income)	34,5%	27,9%	13,7%	-64%
ROI	Reddito operativo/CION	24,1%	20,2%	9,9%	-57,5%
ROIex	Reddito extr.Caratt./Cap.Inve Extr.caratt.	7%	4%	11%	-17%
RONA	EBIT/CIN	31%	25%	21%	-75%
LEVA FINANZIARIA	D/E	0,71	0,70	0,75	9,44
ROS	EBIT/Ricavi	8,9%	7,8%	4,6%	-52,2%
ASSET TURNOVER (AT)	Ricavi/CIO	0,93	0,85	0,75	0,28
FIXED ASSET TURNOVER (FAT)	Ricavi/Immob. Operative	1,18	1,07	0,94	0,85
WORKING CAPITAL CYCLE (WCC)		-36	-21	-18	26

Fonte: rielaborazione propria

Il gruppo, fino al 2019 ha raggiunto ottimi livelli di redditività complessiva con un ROE molto positivo che ha garantito una remunerazione agli azionisti di gran lunga superiore a quella calcolata attraverso il Fair ROE.

$$\text{Beta lev} = \text{Beta unlev} * [1 + (\text{D/E}) * (1 - \text{T})]$$

$$\text{Ke} = \text{Rf} + \text{Beta lev} * \text{ERP}$$

Year	Rf AVG Eurirs 10Y	Beta Industry Unlevered	D/E	Tax Rate	Beta levered	ERP	Fair ROE	ROE	Variance
2017	0,82%	0,69	0,71	20,10%	1,09	6,01%	7,34%	34,5%	27,20%
2018	0,97%	0,58	0,70	20,13%	0,91	7,47%	7,76%	27,9%	20,19%
2019	0,26%	0,61	0,75	19,85%	0,98	6,25%	6,37%	13,7%	7,37%
2020	-0,13%	0,92	9,44	19,87%	7,88	5,88%	46,22%	-63,6%	-109,83%

Fonte: rielaborazione propria

I risultati ottenuti sono stati determinati prevalentemente da un'ottima redditività dell'area extra caratteristica, ma soprattutto, dell'area operativa che ha visto una riduzione nel 2019 a causa di un incremento delle componenti di costo che hanno ridotto il margine del gruppo. La riduzione della profittabilità è stata dettata da un incremento del 10% su base annua del costo del carburante determinato da un apprezzamento del dollaro del 6% nei confronti dell'euro e da un rincaro del costo del petrolio;¹⁷¹ inoltre la redditività aziendale ha risentito anche della prima applicazione dell'IFRS 16¹⁷² che ha causato un incremento del 18% degli ammortamenti iscritti a conto economico penalizzando il risultato operativo.¹⁷³

Il ROS indica la percentuale di ricavi che si trasforma in reddito operativo, svelando, indirettamente, il tasso di assorbimento dei costi sui ricavi. Mediamente fino al 2019, circa il 7% dei ricavi si trasformava in reddito operativo e quindi il restante 93% veniva assorbito dai costi descrivendo un business con una bassa marginalità.

I risultati riguardanti AT e FAT sono stati soddisfacenti considerando l'intensità di capitale necessaria per operare competitivamente nel settore; comparando, tuttavia, i risultati con il Gruppo Air France-KLM risulta comunque un utilizzo meno efficiente del capitale rispetto al player concorrente.

Nel 2020 la pandemia di coronavirus ha ridotto drasticamente il traffico aereo facendo crollare i ricavi del gruppo. La rigidità della struttura dei costi non ne ha permesso una riduzione contestuale a quella dei ricavi: a fronte di

¹⁷¹ Lufthansa Annual report 2019, pag. 34 e ss.

¹⁷² Con l'entrata in vigore del nuovo IFRS 16, dal 1° Gennaio 2019 viene meno la distinzione tra leasing finanziario e leasing operativo ed in entrambi i casi i beni soggetti a leasing devono essere iscritti nell'attivo nello stato patrimoniale del locatario come "right of use assets" e saranno quindi soggetti ad ammortamento mentre nel passivo il locatario registrerà una passività finanziaria. Nel conto economico verrà esposto l'ammortamento del diritto di utilizzo del bene e negli oneri finanziari gli interessi passivi pagati per il leasing.

¹⁷³ Ivi Op.cit

una riduzione del fatturato del 63%, i costi operativi sono stati ridotti del 44%, in particolare il costo del personale, nonostante strategie di ridimensionamento dell'organico, riduzione delle ore lavorative e le politiche di sostegno dei governi nazionali — in particolare quello tedesco — si è ridotto solo del 30% e gli ammortamenti sono rimasti pressoché invariati. Inevitabilmente questo ha portato ad una redditività del gruppo profondamente negativa con una perdita vicina ai 7 miliardi di dollari ed un ROE pari a -64% determinato, come anticipato, da una redditività operativa estremamente negativa. Anche la gestione straordinaria ha contribuito negativamente al risultato di periodo ($ROI_{ex} - 17\%$) a causa di un impatto negativo degli strumenti derivati; in particolare il gruppo ha sofferto di *over-hedging* sul prezzo del carburante con un impatto negativo a conto economico di quasi un miliardo di dollari¹⁷⁴

La grande mancanza di liquidità ha determinato un incremento del rapporto di indebitamento a quasi 10 volte il valore dell'equity che è stato drasticamente ridotto dalla perdita registrata nell'esercizio. In un contesto di incertezza, una leva finanziaria così elevata determina un effetto moltiplicatore sul risultato operativo ed in caso di insostenibilità del debito, l'effetto moltiplicativo negativo si ripercuoterebbe inevitabilmente sulla redditività totale dell'impresa.

Per concludere l'analisi è possibile osservare il ROS e intuire come ogni unità di ricavo generata ha prodotto una perdita a 52 centesimi evidenziando la necessità di un programma di ristrutturazione aziendale che garantisca una struttura dei costi più snella per adattarsi alla volatilità del mercato.

¹⁷⁴ *Lufthansa annual report 2020*, pag 163.

4.3. International Airlines Group

International Airlines Group è uno dei gruppi leader nel settore del trasporto che nel 2019 aveva a disposizione una flotta di 533 aerei operando in 279 destinazioni con oltre 118 milioni di passeggeri trasportati. Si tratta di una società spagnola le cui azioni sono scambiate all'interno del London Stock Exchange e dello Spanish Stock Exchange.

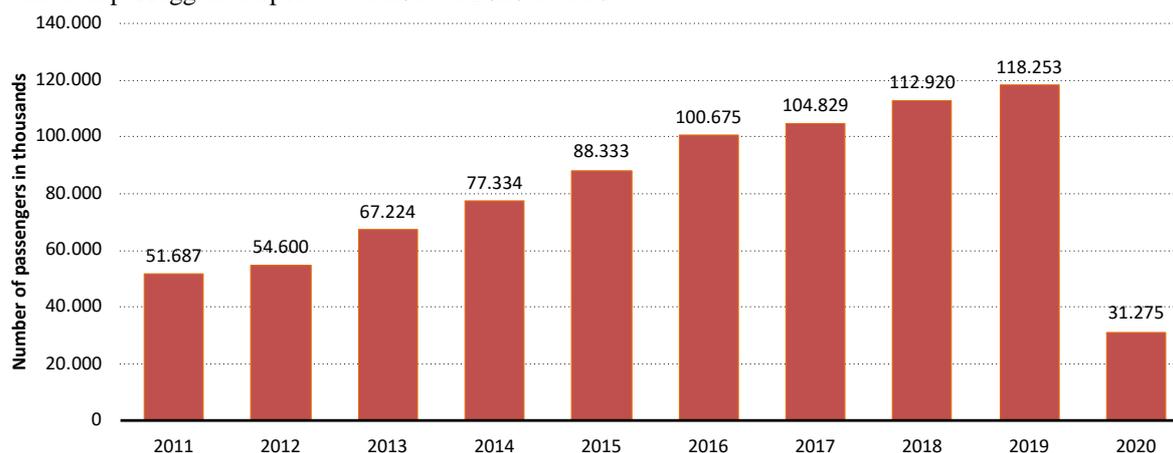
Il Gruppo nasce nel 2011 dalla fusione della compagnia di bandiera inglese British Airways e quella spagnola Iberia. Si tratta della *parent company* del gruppo che guida e lavora in modo collaborativo con il proprio portafoglio di compagnie aeree per massimizzare le sinergie e le performance del Gruppo. Le compagnie mantengono la loro indipendenza operativa e ciò permette alla parent company di prendere decisioni rapide garantendo elevata flessibilità ed una pianificazione strategica con lo scopo di creare una vision di lungo periodo per il Gruppo. Esso è composto da operatori aerei che offrono servizi low cost come Level Airlines e Vueling Airlines e Full service carrier attraverso le compagnie di bandiera sopracitate ed Aer Lingus, compagnia di bandiera Irlandese acquisita nell'Agosto 2015.¹⁷⁵

Infine l'offerta si completa con il vettore logistico IAG Cargo ed una società specializzata in servizi finanziari, di approvvigionamento ed altri servizi strumentali al trasporto aereo denominata IAG GBS.¹⁷⁶

Prima della pandemia di coronavirus il gruppo era la terza compagnia più importante in Europa in termini di ricavi con un fatturato, nel 2019, pari a 25 miliardi di euro — dato più alto mai riportato dall'ente dalla sua costituzione— mentre nel 2020 questi si sono ridotti di circa il 70% con un totale di 7,8 miliardi di dollari con un totale di 31 milioni di passeggeri trasportati, pari al 26% rispetto quanto fatto registrare nel 2019.¹⁷⁷

Di seguito si riportano alcuni grafici per evidenziare l'elemento di discontinuità che la pandemia ha rappresentato rispetto al trend storico del gruppo sia in termini di passeggeri trasportati che in termini di ricavi. Nel paragrafo successivo si procede all'analisi della performance economica nel periodo 2017-2020 per confrontare i risultati ed analizzare l'impatto della pandemia sull'equilibrio economico finanziario del gruppo.

Numero di passeggeri trasportati dal 2011 al 2020 da IAG:



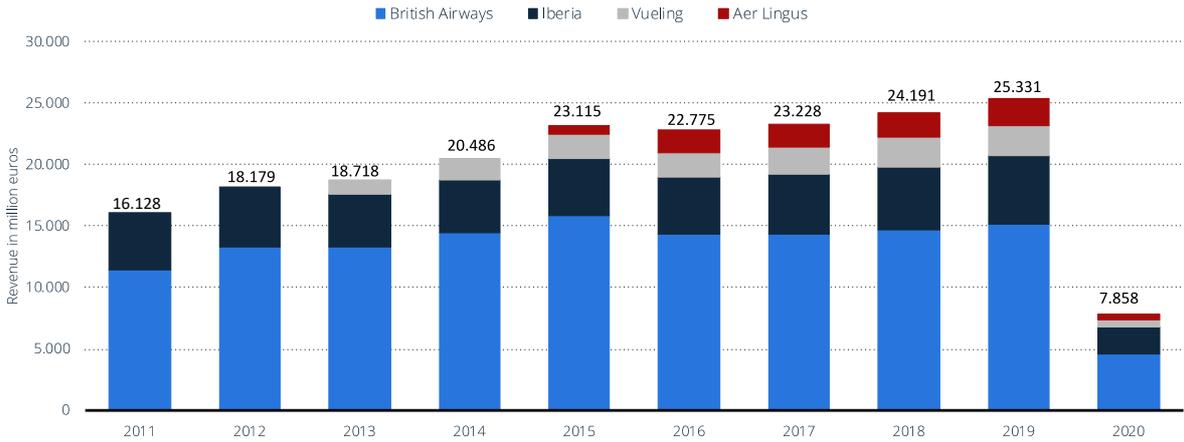
Fonte: International Airlines Group Annual Report 2020, page 226

¹⁷⁵ <https://www.iairgroup.com/en/the-group/iag-overview>

¹⁷⁶ <https://www.iaggbs.com>

¹⁷⁷ International Airlines Group Annual Report 2020

Ricavi di International Airlines Group dal 2011 al 2020:



Fonte: International Airlines Group Annual Report 2020, page 204

4.3.1. Analisi della Solvibilità

Come per le compagnie analizzate in precedenza, l'analisi della solvibilità prevede una preliminare riclassificazione dei documenti di bilancio secondo il criterio finanziario, distinguendo quindi fonti ed impieghi sulla base della loro esigibilità/realizzazione tra quelle in scadenza nei prossimi 12 mesi e quelle realizzabili/esigibili oltre l'esercizio.

Di seguito si riportano gli schemi di stato patrimoniale degli esercizi 2017, 2018, 2019, 2020 riclassificati secondo il criterio finanziario:

in € millions

SP riclassificato finanziario 2017			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	17.038	MP	7.396
Att.Corr	10.223	Pass.Cons	10.173
Magazzino	432	Pass.Corr	9.692
Liq. Differite	6.499		
Liq.Immediate	3.292		
tot.	27.261	tot.	27.261

in € millions

SP riclassificato finanziario 2018			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	17.941	MP	6.720
Att.Corr	10.093	Pass.Cons	10.264
Magazzino	509	Pass.Corr	11.050
Liq. Differite	5.747		
Liq.Immediate	3.837		
tot.	28.034	tot.	28.034

in € millions

SP riclassificato finanziario 2019			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	24.334	MP	6.829
Att.Corr	11.327	Pass.Cons	16.084
Magazzino	565	Pass.Corr	12.748
Liq. Differite	6.700		
Liq.Immediate	4.062		
tot.	35.661	tot.	35.661

in € millions

SP riclassificato finanziario 2020			
Attivo		Passivo	
Att.fisso	22.424	MP	1.316
Att.Corr	7.840	Pass.Cons	17.432
Magazzino	351	Pass.Corr	11.516
Liq. Differite	1.715		
Liq.Immediate	5.774		
tot.	30.264	tot.	30.264

Fonte: Rielaborazione propria Dati contenuti in IAG Annual report 2017, 2018, 2019, 2020.

Una volta riclassificati gli schemi di bilancio è possibile elaborare gli indici di solidità e successivamente quelli di liquidità.

Analisi Solidità			2017	2018	2019	2020
<u>1° livello</u>	Quoziente di struttura primario	MP/AF	0,42	0,37	0,28	0,06
	Quoziente di struttura secondario	(MP+PC)/AF	1,01	0,95	0,94	0,84
<u>2° livello</u>	Quoziente di indebitamento complessivo	(Pcorr+Pcons)/MP	2,69	3,17	4,23	22,00
	Quoziente di indebitamento finanziario	Dfin/MP	0,25	0,24	0,47	4,30
	Quoziente di rigidità	AF/AC	1,67	1,78	2,15	0,74

Fonte: Rielaborazione propria

Il quoziente di struttura primario mostra nel 2017 una solidità appena sufficiente mentre la situazione peggiora negli esercizi successivi in quanto un quoziente di struttura secondario presenta valori al di sotto dell'unità evidenziando come una parte dell'attivo fisso sia finanziato attraverso passività a breve termine, mostrando una mancata correlazione tra fonti ed impieghi. Nel 2020 a causa delle perdite subite per le restrizioni imposte per contrastare la pandemia, i mezzi propri rappresentano soltanto il 6% dell'attivo fisso e circa il 15 di questo è finanziato con fonti finanziamenti in scadenza entro la fine dell'esercizio successivo. Questi dati sono sintomo di

una elevata fragilità della struttura finanziaria con il rischio che il gruppo si trovi di fronte ad incrementare il proprio indebitamento per far fronte alle proprie obbligazioni, e considerando che questo risulta essere circa 4,5 volte l'equity, i nuovi finanziamenti saranno estremamente onerosi, rischiando un ulteriore peggioramento della situazione.

L'analisi della solidità di secondo livello mostra il grado di indebitamento del gruppo e la sua dipendenza da fonti esterne; risulta evidente come la pandemia abbia determinato un marcato incremento del ricorso a capitale di terzi: nel 2019 l'indebitamento complessivo del gruppo era pari a 4 volte il capitale sociale mentre nel 2020 il quoziente di indebitamento complessivo è salito a circa 22, mostrando una dipendenza molto elevata dal capitale esterno in condizioni di business insostenibili. L'indebitamento complessivo può essere scomposto isolando la componente finanziaria da quella operativa di funzionamento ed, appunto, attraverso il quoziente di indebitamento finanziario si nota come da una struttura molto solida ed equilibrata in cui i debiti finanziari rappresentavano solo il 30-35% dei mezzi propri, nel 2020 questo equilibrio si è sovvertito e tali passività hanno raggiunto un ammontare pari a più di 4 volte il valore dell'equity. Questo incremento è stato dettato dalla contrazione di circa 2,5 miliardi di euro di ulteriore debito e da una pesante riduzione dei mezzi propri a causa delle perdite registrate nell'esercizio pari a 7 miliardi di euro. Infine il quoziente di rigidità conferma, come osservato nei casi precedenti, che operare nel business del trasporto aereo comporta elevati investimenti in immobilizzazioni determinando una struttura del capitale molto rigida.

Analisi Liquidità			2017	2018	2019	2020
<u>1° livello</u>	Current Ratio	Att.Corr/Pass.Corr	1,05	0,91	0,89	0,68
	Quick Ratio	(LI+LD)/Passività correnti	1,01	0,87	0,84	0,65
	Cash Ratio	LI/Pass.Corr	0,34	0,35	0,32	0,50
<u>2° livello</u>	Indice rotazione magazzino	A) (M.M/C.M.V)*365	9	9	9	14
	Indice rotazione crediti commerciali	B) (C.C.M/V)*365	43	42	32	132
	Indice rotazione debiti commerciali	C) (D.C.M/A)*365	73	55	51	77
	Net working capital cycle	A + B - C	-21	-4	-11	68

Fonte: Rielaborazione propria

Procedendo con l'analisi della liquidità, il current ratio ha seguito un trend decrescente passando da una situazione ottimale nel 2017, dove le attività correnti erano sufficienti a far fronte alle passività in scadenza entro i 12 mesi, ad una situazione a rischio elevato nel 2020. Nell'ultimo esercizio infatti le attività correnti sono risultate circa il 68% delle passività in scadenza entro i 12 mesi; nel caso in cui fosse richiesto il pagamento delle passività in scadenza, il gruppo non sarebbe in grado di far fronte alle proprie obbligazioni e sarebbe costretto a liquidare parte dell'attivo fisso per ripagare i propri debiti, compromettendo, auspicabilmente il concetto di continuità aziendale. Il magazzino rappresenta una percentuale rilevante dell'attivo corrente, quindi la maggior parte delle attività di breve termine garantiscono un'elevata celerità nel processo di trasformazione in forma monetaria. La gestione infine della liquidità è da considerarsi ottimale nel triennio 2017-2019 in quanto il cash ratio registra valori intorno a 0,3 ed è considerato un valore ottimale in quanto rappresenta una riserva ritenuta sufficiente per far fronte ad uscite di cassa inaspettate e non comporta un'immobilizzazione di risorse troppo elevata, consentendo di impiegare la maggior parte della liquidità generata dalla gestione operativa nell'attività di investimento. Nel 2020 a causa del crollo dei ricavi, il gruppo ha utilizzato le risorse raccolte attraverso finanziamenti per procedere ai rimborsi dei clienti per i servizi non erogati e per aumentare la liquidità immediatamente disponibile, questo è evidente osservando il cash ratio che registra un valore relativamente elevato pari a 0,5.

Analizzando, infine, la durata del *working capital cycle* si evince una buona gestione del ciclo del circolante nel periodo 2017-2019 dove la gestione operativa è stata in grado di generare cassa sufficiente a finanziare l'attività di investimento e remunerare gli *shareholders* attraverso la distribuzione di dividendi consistenti in ogni esercizio del triennio. Nel 2020, nonostante il gruppo abbia ottenuto una dilazione dei pagamenti dovuti ai propri fornitori, la riduzione dei ricavi ha generato una gestione del ciclo del circolante negativa, causando un assorbimento di cassa nella gestione operativa compensato da disinvestimenti e da un incremento del debito.¹⁷⁸

	2017	2018	2019	2020
<i>in € millions</i>				
Net cash flow from operating activities	3.513	3.236	4.002	-3.296
Net cash flow used in investing activities	-1.544	-1.243	-2.658	1.562
Net cash flow from financing activities	-1.828	-1.410	-1.259	3.674

Fonte: Rielaborazione propria dati contenuti in *International Airlines Group Annual report 2017, 2018, 2019, 2020*

¹⁷⁸ Interim Management Report for full year to December 31, 2020

4.3.2. Analisi della redditività

In coerenza con quanto fatto nei paragrafi precedenti, prima di approfondire il tema dell'analisi della redditività, si procede con la riclassificazione degli schemi di bilancio classificando le voci secondo il criterio della pertinenza gestionale.

in € millions

SP riclassificato gestionale 2017			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	16.748	Mezzi Propri	7.396
Att.Oper. corr.	3.142	Pass.oper. non corr.	3.658
Tot attività operative	19.890	Pass.oper. corr.	8.651
Att. non Oper corr	290	Tot. pass. oper.	12.309
Att. non Oper non corr	7.081	Pass. non oper. corr.	6.515
totale att. non oper	7.371	Pass. non Oper. non corr.	1.041
		totale pass. non oper	7.556
tot.	27.261	tot.	27.261

in € millions

SP riclassificato gestionale 2018			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	17.640	Mezzi Propri	6.720
Att.Oper. corr.	3.664	Pass.oper. non corr.	3.208
Tot attività operative	21.304	Pass.oper. corr.	9.518
Att. non Oper corr	301	Tot. pass. oper.	12.726
Att. non Oper non corr	6.429	Pass. non oper. corr.	7.056
totale att. non oper	6.730	Pass. non Oper. non corr.	1.532
		totale pass. non oper	8.588
tot.	28.034	tot.	28.034

in € millions

SP riclassificato gestionale 2019			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	24.066	Mezzi Propri	6.829
Att.Oper. corr.	4.320	Pass.oper. non corr.	3.387
Tot attività operative	28.386	Pass.oper. corr.	10.653
Att. non Oper corr	268	Tot. pass. oper.	14.040
Att. non Oper non corr	7.007	Pass. non oper. corr.	12.697
totale att. non oper	7.275	Pass. non Oper. non corr.	2.095
		totale pass. non oper	14.792
tot.	35.661	tot.	35.661

in € millions

SP riclassificato gestionale 2020			
Attivo		Passivo	
Att.Oper. non corr.	22.382	Mezzi Propri	1.316
Att.Oper. corr.	1.801	Pass.oper. non corr.	3.658
Tot attività operative	24.183	Pass.oper. corr.	8.141
Att. non Oper corr	42	Tot. pass. oper.	11.799
Att. non Oper non corr	6.039	Pass. non oper. corr.	13.774
totale att. non oper	6.081	Pass. non Oper. non corr.	3.375
		totale pass. non oper	17.149
tot.	30.264	tot.	30.264

in € millions

Conto economico Riclassificato 2017	
Reddito Operativo	2.727
Saldo area extra caratteristica	-9
EBIT	2.718
Oneri finanziari	-225
Reddito Lordo	2.493
imposte	-472
Reddito netto	2.021

in € millions

Conto economico Riclassificato 2018	
Reddito Operativo	3678
Saldo area extra caratteristica	40
EBIT	3718
Oneri finanziari	-231
Reddito Lordo	3487
imposte	-590
Reddito netto	2.897

in € millions

Conto economico Riclassificato 2019	
Reddito Operativo	2.613
Saldo area extra caratteristica	273
EBIT	2.886
Oneri finanziari	-611
Reddito Lordo	2.275
imposte	-560
Reddito netto	1.715

in € millions

Conto economico Riclassificato 2020	
Reddito Operativo	-7426
Saldo area extra caratteristica	286
EBIT	-7140
Oneri finanziari	-670
Reddito Lordo	-7810
imposte	887
Reddito netto	-6.923

Fonte: Rielaborazione propria dati contenuti in International Airlines Group Annual report 2017, 2018, 2019, 2020

Analisi Redditività		2017	2018	2019	2020
ROE	Profit or Loss/(MP-Profit or Loss-Other comprehensive income)	43,6%	52,1%	35,2%	-73%
ROI	Reddito operativo/CION	36,0%	42,9%	18,2%	-60,0%
ROlex	Reddito extr.Caratt./Cap.Inve Extr.caratt.	-0,12%	0,59%	3,75%	4,70%
RONA	EBIT/CIN	36%	43%	22%	-55%
LEVA FINANZIARIA	D/E	0,25	0,24	0,47	4,30
ROS	EBIT/Ricavi	12,8%	16,2%	11,1%	-108,9%
ASSET TURNOVER (AT)	Ricavi/CIO	1,07	1,07	0,83	0,28
FIXED ASSET TURNOVER (FAT)	Ricavi/Immob. Operative	1,27	1,29	0,98	0,30
WORKING CAPITAL CYCLE (WCC)		-21	-4	-11	68

Fonte: Rielaborazione propria

Osservando gli indicatori della performance economica, il gruppo ha raggiunto un'elevata redditività totale nel periodo pre-pandemia quasi totalmente determinata dalla redditività operativa in quanto il ROI si è attestato a livelli elevati. Il 2019 a causa dell'incremento di circa il 10% del costo del carburante i risultati sono stati meno soddisfacenti del biennio precedente, tuttavia, comparando il ROE con la redditività attesa dagli *shareholders*, questo è stato sempre di gran lunga superiore ripagando gli azionisti adeguatamente per l'investimento effettuato nel gruppo.

$$\text{Beta lev} = \text{Beta unlev} * [1 + (D/E) * (1-T)]$$

$$\text{Ke} = \text{Rf} + \text{Beta lev} * \text{ERP}$$

Year	Rf AVG Eurirs 10Y	Beta Industry Unlevered	D/E	Tax Rate	Beta levered	ERP	Fair ROE	ROE	Variance
2017	0,82%	0,69	0,25	20,10%	0,83	6,01%	5,80%	43,6%	37,79%
2018	0,97%	0,58	0,24	20,13%	0,69	7,47%	6,13%	52,1%	45,95%
2019	0,26%	0,61	0,47	19,85%	0,84	6,25%	5,52%	35,2%	29,66%
2020	-0,13%	0,92	4,30	19,87%	4,09	5,88%	23,92%	-73,1%	-97,03%

Fonte: Rielaborazione propria

La redditività delle vendite è risultata superiore agli altri player di settore analizzati evidenziano una struttura del capitale più flessibile rispetto ai competitors evidenziata anche da un quoziente di rigidità inferiore (mediamente 1,86 contro 2,55 del gruppo Lufthansa e 2,35 di Airfrance-KLM).

Concludendo l'analisi del periodo precedente all'avvento della pandemia, gli asset hanno generato per ogni esercizio un ammontare di ricavi pari a coprire il totale del capitale investito, andamento in linea con gli altri player analizzati.

In totale, nel 2020, il numero di passeggeri trasportati si è attestato al 33.5% rispetto all'anno precedente comportando un drastico calo nei ricavi. Il management attraverso delle scelte strategiche ha provato a ridurre in modo considerevole i costi tagliando gli investimenti in *Capex* di circa il 20% posticipando la consegna di nuovi 68 velivoli aerei prevista per l'anno; inoltre, sfruttando i meccanismi di sostegno offerti dai governi nazionali in materia di lavoro il gruppo è stato in grado di ridurre i costi diversi dal carburante del 37.1% per un risparmio totale di circa 730 milioni di euro sul costo del personale. Infine sono stati chiusi vari accordi con i fornitori per una riduzione del prezzo delle forniture. Nonostante queste operazioni il gruppo è incorso in una perdita di circa 7 miliardi di euro che ha determinato un crollo della redditività globale dell'impresa che si è attestata a -73% portando ad una perdita per azione pari a 196 euro. Il risultato operativo ha contribuito considerevolmente a queste

performance non soddisfacenti infatti il ROI è stato pari a -60% ed osservando il ROS pari a -109% si intende come ogni unità di ricavo ha generato una perdita operativa di un euro e nove centesimi.

Come osservato per il Gruppo Lufthansa, anche IAG ha registrato elevate perdite sugli strumenti di copertura su tassi di cambio e carburante dovute al fatto che l'*hedging programme* era stato strutturato in base ad un consumo di carburante molto più alto rispetto a quello effettivamente registrato. Considerando inoltre il crollo del prezzo del petrolio una procedura di *impairment* volta alla dismissione anticipata degli aeromobili meno efficienti, l'insieme di questi elementi ha determinato un ulteriore impatto a conto economico di circa 3 miliardi di euro.¹⁷⁹ Vista la situazione in termini di redditività operativa e l'incertezza del prossimo futuro, il management, come accaduto per gli altri player analizzati, si è concentrato sul mantenimento di elevati livelli di liquidità con oltre 5 miliardi di euro di disponibilità liquide più liquidità differite per un totale di circa 10 miliardi di euro considerando tra queste, un prestito quinquennale rimborsabile in qualsiasi momento garantito dallo Stato inglese. Tale scelta strategica riflette la prospettiva del management di dotare il gruppo di risorse monetarie sufficienti a far fronte alla elevata volatilità del settore che si protrarrà, secondo le aspettative, almeno fino al 2023; in queste condizioni il gruppo avrà a disposizione risorse sufficienti per garantire la continuità aziendale fino al mese di Marzo 2022.¹⁸⁰

¹⁷⁹ IAG, *Interim management report full year to December 31 2020*

¹⁸⁰ Ivi. Pag. 7

5. Conclusioni

Dopo aver analizzato i tre player singolarmente è necessario evidenziare gli elementi comuni che sono stati riscontrati attraverso il confronto dei risultati ottenuti attraverso l'indagine. In primo luogo dal punto di vista dell'industry, il trasporto aereo si configura come un settore altamente concentrato in cui i 3 player analizzati trasportano circa il 32% dei passeggeri che transitano in Europa. Inoltre, un'altra caratteristica settoriale risulta l'elevata correlazione dell'andamento del business agli eventi macroeconomici che affliggono l'economia globale. Tale elemento è stato verificato presentando i trend settoriali durante la crisi finanziaria del 2008, le tensioni geopolitiche durante la Guerra del Golfo e l'attentato dell'11 Settembre ed, infine, in modo ancora più marcato, recentemente con la propagazione della pandemia da Coronavirus. Questa, congiuntamente alle restrizioni relative agli spostamenti imposte dagli Stati, ha determinato un calo del numero dei passeggeri in transito dagli aeroporti europei pari al -70% dal 2019 al 2020,¹⁸¹ causando un'inversione di tendenza nelle performance economiche dei player analizzati. Infatti, mentre nel triennio precedente alla pandemia, i vettori analizzati avevano raggiunto i picchi storici in termini di traffico, ricavi e load factor, consentendo di raggiungere buoni livelli di redditività, il 2020 si è attestato come il peggior anno nella storia del settore, caratterizzato un crollo dei ricavi che hanno fatto registrare in media un -64% per i tre player in esame (in particolare Air France-KLM -59%, Lufthansa -63% ed IAG -69%).¹⁸²

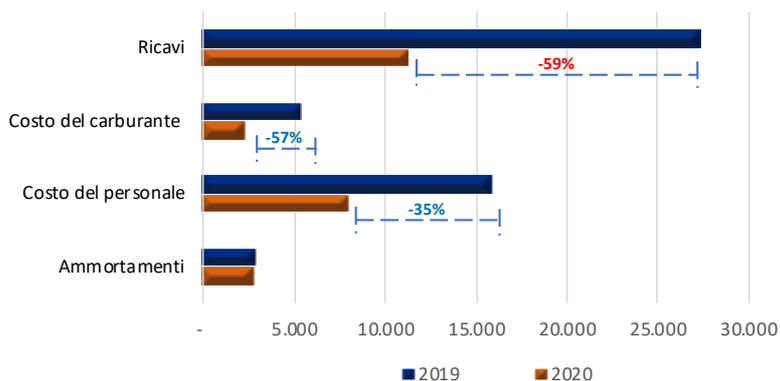
Un problema che le compagnie hanno dovuto affrontare è stato l'elevata rigidità della struttura dei costi necessaria per operare in modo competitivo nel settore; come anticipato nei capitoli precedenti, circa il 40% dei costi sostenuti è classificato come un costo fisso o semifisso e per questo non dipendente dal numero di voli offerti. Di conseguenza mentre il costo del carburante a conto economico si è ridotto in modo proporzionale alla riduzione dei ricavi, il personale non ha seguito questo trend ed a fronte di una riduzione media dei ricavi del 64%, il costo del personale si è ridotto in media del 34%. Per quanto riguarda la quota di ammortamento annuale, questa è rimasta pressoché invariata (-4%) ed il calo del traffico ha obbligato le compagnie a lasciare a terra buona parte della flotta ed il protrarsi dell'emergenza sanitaria ha spinto i vettori a dismettere anticipatamente gli aeromobili più datati causando un ulteriore impatto negativo a conto economico per le procedure di impairment.

Di seguito si riportano graficamente i dati relativi alle variazioni delle principali voci di costo per le 3 compagnie analizzate al fine di sottolineare la rigidità della struttura dei costi delle compagnie operanti nel settore aereo:

¹⁸¹ ACI Europe, *Europe's airport 2020 passenger traffic back to 1995 levels*, 12 February 2021

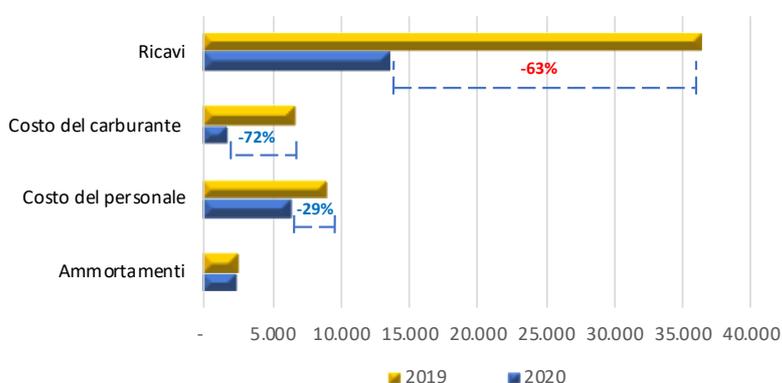
¹⁸² *Annual report Lufthansa Group 2019, 2020; Annual report Air France-KLM Group 2019, 2020; Annual report International Airlines Group 2019, 2020.*

Air France -KLM



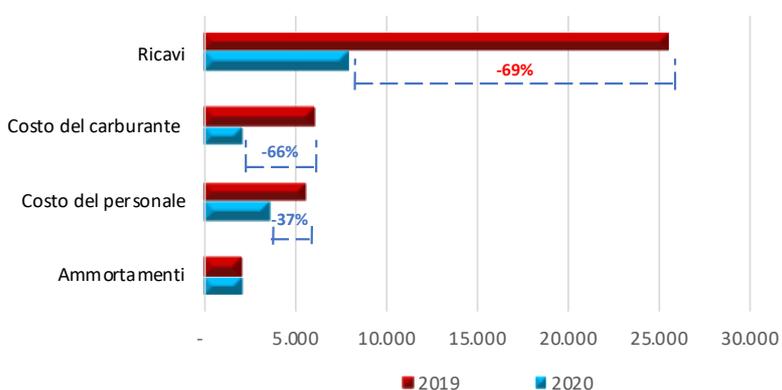
Fonte: Rielaborazione propria dati contenuti Air France-KLM Annual Report 2019,2020

Lufthansa Group



Fonte: Rielaborazione propria dati contenuti Lufthansa Annual Report 2019,2020

IAG



Fonte: Rielaborazione propria dati contenuti in IAG Annual Report 2019,2020

Passando ad un'analisi a livello di stato patrimoniale, la pandemia ha incrementato notevolmente il livello di indebitamento dei player analizzati e le perdite registrate hanno impattato pesantemente sui mezzi propri riducendo drasticamente il valore dell'equity; in particolare Air France-KLM ha chiuso l'esercizio 2020 con un valore dell'equity negativo, per questo i ratio calcolati sul Gruppo francese sono privi di significato e quindi non sono stati presi in considerazione durante l'analisi.

Un ulteriore problema che hanno riscontrato tutti i player analizzati è stata la riduzione della cassa disponibile dovuta alla minor redditività delle vendite, così, per garantire la continuità aziendale, sono state intraprese delle scelte strategiche comuni a tutti i player analizzati, tra cui:

- Riduzione degli investimenti in conto capitale
- Dilazione dei tempi di pagamento ai fornitori
- Contrazione di nuovi debiti finanziari

Analizzando le passività finanziarie, è stato costruito il grafico, successivamente presentato, per identificare l'incremento subito da tale voce proprio per sopperire alle necessità di cassa riscontrate a causa della pandemia e garantire elevati livelli di liquidità utili al rimborso dei consumatori per i servizi non erogati, ma, soprattutto, per far fronte al protrarsi dell'instabilità nel business.



Fonte: Rielaborazione propria dati contenuti IAG Annual Report 2019,2020; Lufthansa Annual report 2019,2020; Air France-KLM Annual report 2019,2020

L'intero settore ha pressoché raddoppiato il proprio indebitamento finanziario e le grandi perdite che hanno impattato sui mezzi propri hanno fatto crescere i quozienti di indebitamento finanziario a livelli molto elevati: considerando International Airlines Group, a fine 2020 i debiti finanziari registrati erano pari a più di quattro volte il valore dell'equity determinando un elevato disequilibrio a livello finanziario. La situazione risulta ancora peggiore se si osservano gli altri due player oggetto di analisi; il Gruppo Lufthansa, infatti, ha contratto debiti finanziari pari a quasi 9 volte l'ammontare dei mezzi propri ed, infine, il Gruppo Air France-KLM ha riportato in bilancio un valore negativo per la componente dell'equity, sottolineando una situazione finanziaria estremamente preoccupante, considerando che la volatilità del mercato si prolungherà ancora per un tempo difficile da prevedere. In questo contesto il rating di tutte le compagnie analizzate è sceso sotto la soglia di Investment Grade¹⁸³ e rivolgersi al mercato per ottenere finanziamenti, come affermato dal CEO di Lufthansa Carsten Spohr, non si è configurata come una alternativa percorribile¹⁸⁴ a causa dell'elevata onerosità del debito. Tuttavia, data

¹⁸³ <https://www.iairgroup.com/en/investors-and-shareholders/debtholders/debt-home>; *Standard & Poor's Research Update*, 19 November 2020; Rating Action: Moody's investors service: *Moody's downgrades Lufthansa's CFR to Ba2, outlook negative*, 02 July 2020; Scope Ratings GmbH: *Scope affirms Lufthansa at BBB- and assigns Negative*, 14 July 2020.

Outlook; review for possible downgrade resolved

¹⁸⁴ <https://www.ilsole24ore.com/art/lufthansa-via-libera-azionisti-piano-9-miliardi-euro-ADJVYy>

l'importanza del comparto sia dal punto di vista strategico sia da quello occupazionale, gli Stati di appartenenza delle compagnie hanno intrapreso piani di salvataggio attraverso prestiti garantiti e partecipazioni in equity al fine di evitarne il fallimento.

In particolare il Gruppo Air France-KLM ha beneficiato di circa 8 miliardi di euro¹⁸⁵ — rispettivamente 5 miliardi di euro di partecipazione in equity dello Stato francese che ha visto la propria partecipazione salire dal 14% a circa il 30%, e 3 miliardi di euro di prestito garantito — il Gruppo Lufthansa a sua volta ha beneficiato di circa 9 miliardi di euro divisi in 6 miliardi di euro di ricapitalizzazione con l'ingresso dello Stato tedesco nel capitale con una quota di circa il 20% che può salire fino al 25% in caso di takeover ostile nei confronti della compagnia e circa 3 miliardi di euro di prestiti garantiti.¹⁸⁶

Infine International Airlines Group, data la maggior solidità economica ha fatto ricorso al debito di mercato attraverso l'emissione di bond per un totale di circa 2 miliardi di euro, mentre ha ricevuto prestiti garantiti dallo Stato inglese per 2,5 miliardi di euro, un miliardo di euro dallo Stato iberico ed infine 150 milioni di euro dallo Stato irlandese.

La pandemia, dunque, ha radicalmente modificato il business del settore aereo, in primo luogo ha sancito un netto *dietrofront* dei governi Europei in materia di partecipazione statale. Dopo il lancio della privatizzazione del trasporto aereo due decenni fa, la crisi del coronavirus ha causato una brusca inversione di politica, dato che i Paesi di tutto il continente hanno raccolto miliardi di euro in aiuti di stato per salvare le compagnie di bandiera.¹⁸⁷

Questa politica degli aiuti di Stato, tuttavia, si configura come una soluzione temporanea, in quanto non rappresenta la soluzione alla crisi, poiché l'intero comparto dovrà ristrutturarsi.¹⁸⁸ Tale processo, riprendendo lo schema proposto dal Gruppo Lufthansa,¹⁸⁹ si articolerà su tre elementi principali: una riduzione del costo del personale, il quale, date le condizioni di mercato risulta sovradimensionato in tutto il comparto; in secondo luogo le compagnie aeree procederanno a ripagare le misure di stabilizzazione di cui hanno beneficiato auspicabilmente convertendo gli aiuti di stato in debito di mercato ed infine disinvestendo tutti gli asset ritenuti non-core, nel momento in cui sarà possibile realizzare il loro fair value. Queste manovre hanno come obiettivo primario il ritorno alla profittabilità attraverso una riduzione dei costi ed una graduale semplificazione operativa, ma, in particolare, il fine ultimo di questo processo di riorganizzazione aziendale è quello di rendere più snella e flessibile la struttura dei costi cercando di massimizzare il più possibile le componenti variabili, rendendo così le compagnie più *adaptive* alle fluttuazioni del mercato in quanto l'attuale volatilità, considerando l'impatto delle nuove varianti del virus e le complessità manifestate dalla campagna vaccinale, si prolungherà ancora nel prevedibile futuro.

¹⁸⁵ https://www.lemonde.fr/economie/article/2020/04/25/coronavirus-l-etat-vole-au-secours-d-air-france-avec-une-aide-a-hauteur-de-7-milliards-d-euros_6037717_3234.html;
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-06/air-france-klm-gets-4-7-billion-rescue-france-to-raise-stake>

¹⁸⁶ <https://www.ilsole24ore.com/art/lufthansa-ok-ue-berlino-la-ricapitalizzazione-6-miliardi-ADWr3Va>

¹⁸⁷ <https://www.ft.com/content/3ba22be6-20b8-4ee9-8441-7bcbb2488702>

¹⁸⁸ <https://www.ilsole24ore.com/art/lufthansa-via-libera-azionisti-piano-9-miliardi-euro-ADJVYy>

¹⁸⁹ Lufthansa Group: *First Half 2021 Results Analyst and Press Conference*, Frankfurt, 05 August 2021.

Bibliografia e Sitografia

- Di Lazzaro, Musco (2015); *Analisi aziendale, metodi e strumenti*. Torino, Giappichelli editore
- Comunicazione n. 508/95/CEE. armonizzazione contabile: una nuova strategia nei confronti del processo di armonizzazione internazionale
- S. Adamo, *Problemi di armonizzazione dell'informazione contabile*, Giuffrè, Milano, 2001
- S. Azzali, *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione, il modello dell'International Accounting Standards Committee*, Giuffrè, Milano, 1996
- B. Campedelli, *Ragioneria Internazionale*, Giappichelli, Torino, 1994
- G. Capodaglio-M.G. Baldarelli (a cura di), *L'armonizzazione dei Principi Contabili in Europa, Allargamento dell'U.E e confronto internazionale*, Rirea, Roma, 2003
- R. Di Pietra, *La comunicazione dei comportamenti contabili aziendali mediante i dati contabili, Il ruolo della ragioneria internazionale*, Cedam, Padova, 2005
- T. Onesti, *Fattori ambientali e comportamenti contabili, Analisi comparata dei sistemi contabili di alcuni Paesi industrializzati*, Giappichelli, Torino, 1995
- P. Petrolati, *L'armonizzazione contabile nell'Unione Europea*, Clueb, Bologna, 2002
- A. Viganò, *Elementi di Ragioneria Internazionale*, Egea, Milano, 1997
- E. Viganò, *L'economia aziendale e la ragioneria. Evoluzione e prospettive internazionali*, Cedam, Padova, 1996;
- S. Zambon, *Profili di ragioneria internazionale e comparata*, Cedam, Padova, 1996.
- Verna. G., *Le nuove frontiere dell'informazione contabile in Europa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 3, 2002.
- Mueller.G., *Accounting within a Macroeconomic Framework*, in *International Accounting*, New York, MacMillan,
- Burton J.C., *Some general and specific thoughts on the Accounting Environments*, in *Journal of Accounting*, novembre, 1971
- Giusti A. M., *I principi contabili generalmente accettati: una rassegna*, in RIREA, n. 3/4 , 1992
- Commission des Communautés Européennes, *Comparaison des systèmes comptables allemand, français, italien, britannique, japonais et américain et des prescriptions de la IV Directive du Conseil de Juillet 1978*, Bruxelles-Luxembourg.
- Comunicazione CE n. 508/95 “Armonizzazione contabile: una nuova strategia nei confronti del processo di armonizzazione internazionale”
- Comunicazione CE n. 359 del 2000 “La strategia dell'UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire”
Regolamento CE N. 1606/2002 relativo all'applicazione di principi contabili internazionali”
- S. Azzali, *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione*, Giuffrè, 1996
- Tiziano Onesti, Mauro Romano, Marco Taliento, *Il bilancio di esercizio nelle imprese. Dal quadro concettuale di riferimento alle nuove regole contabili nazionali e internazionali*, Giappichelli
- Deegan, *Financial Accounting Theory*, 2012, Scott, *Financial Accounting Theory*, 2005, Godfrey et al., *Accounting Theory* 2010
- Conceptual Framework for Financial Reporting, IASB Marzo 2018
- Regolamento CE n. 1725/2003
- Federica Cordova, Alessandro Turrís, pubblicazione PwC. *Bilancio: uno sguardo al futuro: Principali differenze ed analogie tra i principi contabili OIC e gli IFRS*, 2019
- S. Azzali, *Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali: problemi applicativi, soluzioni operative e potenzialità informative*, Milano, 2002
- OIC – Organismo Italiano di Contabilità, *I bilanci di liquidazione delle imprese IAS compliant*, Guida 5 Maggio 2010
- International Financial Reporting Standard n.13
- International Accounting Standard n.36
- Aglia F, Allini A., Incollingo A., *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, Regole e applicazioni*, Quarta edizione, Giappichelli, Torino, 2016

Pisani M., *La misura delle prestazioni nel bilancio di esercizio: Il Comprehensive Income Statement*, Franco Angeli, Milano, 2007

International Accounting Standard n.19

Bellandi F., *Dual reporting for equity and other comprehensive income under IFRS and US/GAAP*, Wiley; UK, 2012

Thinggaard, Wagenhofer, *Performance reporting, The IASB's proposed formats of Financial Statements in exposure draft of IAS 1*, Accounting in Europe vol. 3 n. 1, 2006

Maynard J., *Financial accounting, reporting and analysis*, second edition, Oxford University press, UK, 2017
IAS 1

Azzali S., Quagli A., *I principi contabili internazionali: caratteristiche, struttura, contenuto*, Giappichelli, Torino, 2013

Organismo Italiano di contabilità, *Principio internazionale n. 12, composizione e schemi del bilancio di esercizio di imprese mercantili, industriali e di servizi*, 2005

Caramiello c., Di Iazzaro F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, 2003, Milano

Superti Furga F., *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 2004

Giannessi E., 1960, *Le aziende di produzione originaria*, vol. 1, Giuffrè Milano

Amaduzzi. A “*Il sistema produttivo dell'impresa nelle condizioni del suo equilibrio e nel suo andamento*” Accademia italiana di economia aziendale, Aldo Amaduzzi *Studi di economia aziendale Nuova edizione delle pubblicazioni originarie*, Edizioni Kappa, Roma, 1995

Sòstero. U., Ferrarese p., *Analisi di bilancio, strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè Milano, 2000

Caramiello.C., *L'azienda, alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè Milano, 1988

Caramiello. C *L'equilibrio economico della gestione. Alcune riflessioni sulla proiezione nel “tempo prospettico”*. In *Scritti in Onore di Carlo Masini*, Torino Primo, Egea, Milano 1993

Sartori E., *Bilancio IAS/IFRS e analisi per indici*, FrancoAngeli, 2012

Ceccherelli A., *Il linguaggio dei bilanci*, Le Monnier, Firenze, 1950

Caramiello c., Di Iazzato F., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano 2003

Organismo italiano di contabilità, *principio contabile nazionale n.11 Bilancio d'esercizio – Finalità e postulati*, 2005

Liberatore g., Musaio A., *Capitale e reddito. “Il principio dellq coerenza nella valutazione d'azienda”*, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, Vol 1-2

Caramiello C., *Il rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano,1993, pag 135 e ss.

International Financial Reporting Standard n.5

Organismo italiano di contabilità, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali*, 2005
International Accounting Standard n.32

Organismo Italiano di contabilità, 2005, *principio contabile internazionale n. 28: Il patrimonio netto*.
www.fondazioneoic.eu.

Devalle A., Pisoni P., *Analisi finanziaria*, Giuffrè Editore, 2013

Argomenti Il Sole 24 Ore, <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/rapporto-debitoequity.html>

Di Ferrero G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1963

Capaldo P., *Capitale proprio e capitale di credito del finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano 1967

Borsa Italiana, *Sotto la lente: Leverage*, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/leverage.htm#>

Ferrarese P., Sostero U., Mancin M., Marcon C., *L'analisi Economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, 2018

Incolligo A., *Schemi di bilancio*. In AA. VV. *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS*, Giappichelli, Torino, 2008

Ceriani G., Frazza B., “*Il ruolo dei principi contabili internazionali nel contesto dell'attuale crisi economico finanziaria: brevi considerazioni tratte dal pensiero di Gino Zappa*”, *Rivista italiana di ragioneria ed economia aziendale*

Il Sole 24 Ore: https://mercati.ilsole24ore.com/tassi-evalute/tassi/IRS/dettaglio/X:ICEUR.10Y.FX?refresh_ce&nof

Damoaran Online: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

KPMG Tax Survey: <https://home.kpmg/it/it/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html>

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/identita-dupont178.htm>

Caramiello C., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano 1993

Porter M., *The five competitive forces that shape strategy*, Harvard business Review, 2008

Porter M., *What is Strategy*, Harvard Business Review, 1996

Parlamento europeo, *Note tematiche sull'unione europea*:
<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/131/trasporto-aereo-regole-di-mercato>

Arrigo U., Giurincin A., *Gli effetti della liberalizzazione del Trasporto aereo e il ruolo delle compagnie low cost, un confronto USA – Europa*, Società Italiana di economia Pubblica

ICAO, *The impact of low cost carriers in Europe*, 2003,
https://www.icao.int/sustainability/casestudies/statesreplies/europe_lowcost_en.pdf

Association of European Airlines Yearbook 2003. A Pellicelli, *Le compagnie aeree. Economia e gestione del trasporto aereo*. Giuffrè, Milano, 1996

Bazargan M., *Airline operations and scheduling*. Ashgate Editore, 2010

Postorino M., *Introduzione alla pianificazione del sistema di trasporto aereo*. Franco Angeli Editore, Milano, 2009

Blauwens, G., De Baere, P e Van de Voorde, E.. *Transport Economics*, De Boeck Ltd., 2008 Anversa

Commissione delle comunità europee Bruxelles, 10.3.2009 COM(2009) 121 definitivo 2009/0042 (COD) *Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio che modifica il regolamento (CEE) n. 95/93 relativo a norme comuni per l'assegnazione di bande orarie negli aeroporti della Comunità*

IATA upgrades 2011 airline industry profit forecast but warns of weaker, 2012:
<https://centreforaviation.com/analysis/reports/iata-upgrades-2011-airline-industry-profit-forecast-but-warns-of-weaker-2012-59153>

IATA Air Passenger Market Analysis December 2019: <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/air-passenger-monthly---dec-2019/>

SIET, *Rivista di economia e politica dei trasporti Numero 1*, 2020, Edizioni università di Trieste.

Il Sole 24 ore, Dragoni G, 25 Settembre 2020: <https://www.ilsole24ore.com/art/aerei-iata-annulla-l-assemblea-annuale-crisi-settore-e-restrizioni-viaggi-ADptJUr>

Montanino A., Carriero A., Dell'Aquila C., Giuzio R., Recagno L., *Trasporto aereo e Covid-19: Alcuni fatti stilizzati*, 12 giugno 2020, CDP

IATA *Industry statistics Fact Sheet* Aprile 2021: <https://www.iata.org/en/iata-repository/pressroom/fact-sheets/industry-statistics/>

IATA Press Release No. 28: *25 Million Jobs at Risk with Airline Shutdown*, 7 April 2020:
<https://www.iata.org/en/pressroom/pr/2020-04-07-02/>

Eurostat , *Air passenger transport by reporting country*.
https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=avia_paoc&lang=en

Easyjet *Annual report and accounts 2019*

Ryanair *Annual Report 2019*

IAG *annual report and accounts 2017, 2018, 2019, 2020*

Lufthansa Group Annual report 2017, 2018, 2019, 2020

AirFrance-KLM *Results presentation Full Year 2017, 2018, 2019, 2020*

Bitzan J., Peoples J., *A comparative analysis of cost change for low-cost, full-service, and other carriers in the US airline industry*, Research in Transportation Economics 2016, 25-41, 10 August 2016

Gillen, D. *Airline business models and networks: Regulation, competition and evolution in aviation markets*. Review of Network Economics, 2006

Peteraf, M., & Reed, R. *Regulatory reform and managerial Choice: An analysis of the cost savings from airline deregulation*. Managerial and Decision Economics, 2008

Button K., Ison S., *The economics of low-cost airlines: Introduction*. Research in Transportation Economics 2008.

Gillen D., *Airline business models and networks: Regulation, competition and evolution in aviation markets*. Review of Network Economics 2006

Gillen D., Gados A., *Airlines within airlines: Assessing the vulnerabilities of mixing business models*. Research in Transportation Economics, 2008

Huschelrath K., Muller K., *Low cost carriers and the evolution of the domestic U.S. Airline industry*. Competition and Regulation in Network Industries 2012

Henrickson K. E., Wilson W. *The convergence of low-cost and legacy airline operations*.

J. D. Bitzan, J. H. Peoples., W W Wilson Vol. 5. *Airline Efficiency: Advances in airline economics*, Emerald, 2016

Borenstein S., *Moving beyond deregulation: Why can't US airlines make money? American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2011

Shareholding structure, Air France-KLM Web Site: <https://www.airfranceklm.com/en/finance/financial-information/capital-structure>.

News Delta Hub Article Sep 27, 2016; <https://news.delta.com/air-france-klm-e-delta-estendono-la-propria-collaborazione-di-code-sharing-jet-airways-parigi-e>.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Crisi d'impresa gli indici dell'allerta*, 20 ottobre 2019.
https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/codice+crisi_definizioni+indici+%28ott+2019%29.pdf/2072f95c-22a2-41e1-bd2f-7e7c7153ed84

Air France-KLM press release: *New pension scheme agreements reached by KLM with its pilot and cabin staff unions*, Roissy, 23 October 2017; Air France-KLM: *full year 2017 results*, 6 February 2018.

Lufthansa Group FY 2020 Results Analyst Conference, Frankfurt, 4 March 2021

International Financial Reporting Standard n.16

IAG Web Site: <https://www.iairgroup.com/en/the-group/iag-overview>

IAG GBS Web Site: <https://www.iaggbs.com>

IAG Interim Management Report for full year to December 31, 2020

ACI Europe, *Europe's airport 2020 passenger traffic back to 1995 levels*, 12 February 2021

IAG Web Site: <https://www.iairgroup.com/en/investors-and-shareholders/debtholders/debt-home>;
Standard & Poor's Research Update, 19 November 2020;

Rating Action: Moody's investors service: *Moody's downgrades Lufthansa's CFR to Ba2, outlook negative*, 02 July 2020;

Scope Ratings GmbH: *Scope affirms Lufthansa at BBB- and assigns Negative*, 14 July 2020.

Il Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/lufthansa-via-libera-azionisti-piano-9-miliardi-euro-ADJVVYy>

Le Monde: https://www.lemonde.fr/economie/article/2020/04/25/coronavirus-l-etat-vole-au-secours-d-air-france-avec-une-aide-a-hauteur-de-7-milliards-d-euros_6037717_3234.html

Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-06/air-france-klm-gets-4-7-billion-rescue-france-to-raise-stake>

Il Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/lufthansa-ok-ue-berlino-la-ricapitalizzazione-6-miliardi-ADWr3Va>

Financial Times: <https://www.ft.com/content/3ba22be6-20b8-4ee9-8441-7bcbb2488702>

Il Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/lufthansa-via-libera-azionisti-piano-9-miliardi-euro-ADJVVYy>

Lufthansa Group: *First Half 2021 Results Analyst and Press Conference*, Frankfurt, 05 August 2021.

CNBC Web Site: <https://www.cnbc.com/2021/01/04/21-years-of-airline-passenger-traffic-growth-erased-in-2020-travel-report.html>