



FACOLTÀ DI ECONOMIA

Corso di Laurea in Economia Aziendale

Tesi di Laurea in
Metodologie e determinazioni quantitative d'azienda

**L'ANALISI DI BILANCIO COME STRUMENTO DI VALUTAZIONE
DEL RISCHIO DI INSOLVENZA:
IL CASO DEI VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A.**

Relatore:
Prof. Lucio Potito

Laureanda:
Mariaclaudia Burnelli
Matr. 142521

Anno Accademico 2009-2010

INDICE

Introduzione:	Pag.	1
1.Origini e finalità dell'analisi di bilancio	Pag.	3
1.1 Genesi del bilancio d'esercizio	Pag.	3
1.2 Origine ed utilità dell'analisi di bilancio	Pag.	4
1.3 Il processo e le finalità dell'analisi di bilancio	Pag.	6
1.3.1 Le fasi dell'analisi: la fase "tecnica"	Pag.	9
1.3.2 Le fasi dell'analisi preliminare: la fase "interpretativa"	Pag.	11
2.La riclassificazione del bilancio	Pag.	13
2.1 La riclassificazione dello Stato Patrimoniale	Pag.	13
2.1.1 Riclassificazione secondo il criterio finanziario	Pag.	14
2.1.2 Riclassificazione secondo il criterio funzionale	Pag.	19
2.2 La riclassificazione del Conto Economico	Pag.	23
2.2.1 Riclassificazione a Valore Aggiunto	Pag.	26
2.2.2 Riclassificazione a Costo del venduto e Ricavi	Pag.	31
2.3 Il rendiconto Finanziario	Pag.	33
3. Gli indicatori per l'analisi di bilancio	Pag.	37
3.1 Gli indicatori finanziari	Pag.	37
3.1.1 L'equilibrio finanziario a breve termine	Pag.	38
3.1.2 L'equilibrio finanziario generale ed a lungo termine	Pag.	42
3.2 Gli indici reddituali	Pag.	45
3.2.1 La Redditività del Patrimonio Netto (ROE)	Pag.	45
3.2.2 I Quoziente di incidenza della gestione non operativa rispetto all'operativa	Pag.	47
3.2.3 L'indice di redditività del capitale investito (ROA)	Pag.	47
3.2.4 La redditività della gestione caratteristica (ROI)	Pag.	48
3.3 La leva finanziaria	Pag.	55
3.4 L'analisi per flussi	Pag.	57
3.4.1 I flussi di cassa	Pag.	57
3.4.2 Il Capitale Circolante Netto (CCN)	Pag.	58

4. Un caso pratico: il gruppo “I Viaggi del Ventaglio S.p.A.”	Pag.	60
4.1 La storia del gruppo e il mercato di riferimento	Pag.	60
4.2 L’andamento aziendale nel periodo 2005-2008	Pag.	61
4.3 La crisi del 2009-2010	Pag.	64
4.4 Analisi dei bilanci del gruppo nel periodo 2005-2009	Pag.	67
4.4.1 Riclassificazione dello Stato Patrimoniale	Pag.	68
4.4.2 Riclassificazione del Conto Economico	Pag.	75
4.4.3 Gli indici di bilancio	Pag.	78
4.5 Conclusioni	Pag.	82
Conclusioni	Pag.	84
Bibliografia	Pag.	85

Introduzione

Il presente lavoro cerca di dimostrare come l'applicazione pratica delle tecniche di analisi del bilancio d'esercizio sviluppate nel corso degli anni dalla dottrina aziendalistica, non siano solo vuoti esercizi di calcolo, ma rappresentano al contrario strumenti fondamentali per comprendere lo stato di salute delle imprese e prevenirne le potenziali crisi, intervenendo per tempo al fine di minimizzarne gli effetti.

Mi propongo di ottenere tale risultato applicando queste tecniche ad un caso reale di una grande azienda italiana, I Viaggi del Ventaglio S.p.A., protagonista delle cronache economiche degli ultimi anni per via della crisi che l'ha colpita già dal 2006 e che a fine 2009 è esplosa in tutta la sua gravità, fino alla dichiarazione di fallimento dello scorso 15 luglio 2010¹.

Dopo aver brevemente ricordato l'origine del bilancio d'esercizio e primi tentativi di analisi dello stesso, analizzerò separatamente le fasi di cui si compone l'analisi del bilancio, quella "tecnica" di riclassificazione dei dati secondo gli schemi prescelti e quella "interpretativa" dei risultati degli indicatori, cioè dei quozienti e dei flussi ottenuti dall'elaborazione degli stessi dati.

Nel secondo capitolo passerò ad analizzare le modalità con cui un analista possa e debba riclassificare i valori del bilancio, e quindi gli schemi così ottenuti - lo stato patrimoniale ed il conto economico - descrivendone limiti e capacità informative, soffermandomi maggiormente su quelli più utilizzati nella prassi. Sarà anche esaminato lo strumento di riclassificazione più utilizzato per l'analisi dei flussi, il Rendiconto finanziario, con una breve descrizione dei due diversi metodi di rilevazione dei movimenti finanziari, quello diretto e quello indiretto.

Il terzo capitolo è dedicato alla descrizione degli indici e dei margini più utilizzati nella pratica professionale dagli analisti di bilancio, che sono poi anche quelli più studiati dagli aziendalisti: saranno approfonditi sia gli indicatori finanziari di equilibrio nel breve e nel medio/lungo periodo, sia gli indici reddituali atti a comprendere la capacità dell'impresa di generare ricchezza per i vari *stakeholders* che agiscono intorno ad essa, sia infine l'analisi per flussi di cassa e di Capitale Circolante Netto (CCN) fondata sui dati rappresentati nel rendiconto finanziario.

¹ Nel 2007 sembrava che il tour operator potesse risollevarsi grazie all'apporto di capitale del fondo di investimento americano Cornell Capital, speranza tuttavia risultata vana alla luce della richiesta di concordato presentata ed accettata a gennaio 2010, successivamente revocata. Cfr. *infra* Capitolo 4.

Un piccolo approfondimento sarà dedicato all'effetto leva finanziaria rilevabile dalla scomposizione dell'indice di redditività del patrimonio netto (ROE) e all'analisi degli effetti delle sue variazioni sul risultato economico globale dell'azienda.

Grazie agli strumenti di analisi descritti nel secondo e terzo capitolo, sarà possibile esaminare e vagliare i bilanci del gruppo I Viaggi del Ventaglio S.p.A. per gli esercizi che vanno dal 1 novembre 2005 al 31 ottobre 2009².

Dopo una breve descrizione di tale società, del settore di appartenenza, del suo andamento durante il periodo considerato (2005-2009), analizzerò – riclassificandoli opportunamente – i suoi bilanci per cercare di capire se dall'esame dei dati ottenuti sarebbe stato possibile capire con anticipo lo stato di crisi irreversibile nel quale l'azienda si è venuta a trovare nel corso del 2010.

Non ho naturalmente né la presunzione né la possibilità di ipotizzare degli scenari alternativi che - se percorsi - avrebbero potuto portare ad una conclusione diversa dell'avventura di questo *tour operator*, soprattutto per la mancanza di dati ulteriori rispetto a quelli desumibili dalla lettura delle relazioni annuali allegate ai bilanci annuali del gruppo. Per questa ragione mi limiterò a constatare se da un'interpretazione attenta dei dati desunti da un'analisi dei bilanci, relativi ad un quinquennio, sarebbe stato possibile o meno prevedere la probabilità del manifestarsi di uno stato di insolvenza.

² L'esercizio sociale della società andava (ormai se ne deve purtroppo parlare al passato) dal 1 novembre di ogni anno al 31 ottobre dell'anno successivo, non coincidendo quindi con il classico anno solare (1 gennaio – 31 dicembre).

1. Origini e finalità dell'analisi di bilancio

1.1 *Genesi del bilancio d'esercizio*

Il bilancio d'esercizio è da ormai molto tempo un documento necessario alla vita aziendale. Le sue origini si possono far risalire lontano nel tempo, alla nascita delle prime società mercantilizate, con una funzione informativa prettamente interna, di sintesi dei risultati della gestione aziendale. Successivamente, con la crescita dei mercati e mano a mano che l'autorità Statuale si rendeva conto dell'importanza "sociale" delle aziende, ha iniziato a svolgere una funzione di informazione esterna verso tutti i soggetti interessati, primi fra tutti i potenziali investitori e lo Stato. Anche in Italia, successivamente al raggiungimento dell'unità territoriale, con la crescita degli scambi e della complessità delle vicende economiche, il legislatore ha compreso la necessità di inserire nel nostro ordinamento giuridico una serie di principi e di regole che la dottrina e la prassi contabile già da molti anni avevano fatto propri¹.

La nascita del moderno bilancio di esercizio così come lo conosciamo oggi, risale all'entrata in vigore della Legge 216/1974, che ha finalmente introdotto accanto allo Stato Patrimoniale un Conto dei profitti e delle Perdite (praticamente il moderno Conto Economico) con uno schema a costi, ricavi e rimanenze, con uno schema a colonne contrapposte, e ha previsto una relazione degli amministratori con la funzione di spiegare il contenuto delle voci di bilancio e fornire indicazioni sulle ipotesi di sviluppo aziendale.

Successivamente, con la riforma del 1991², che ha riscritto completamente gli articoli 2423 e seguenti del codice civile che trattano del bilancio d'esercizio, si è statuito che il bilancio d'esercizio è costituito da tre documenti, lo Stato Patrimoniale, il Conto Economico e la Nota Integrativa, a cui doveva essere allegata obbligatoriamente la Relazione sulla Gestione degli Amministratori, prevedendo l'esonero per le imprese che avessero i requisiti per redigere il bilancio abbreviato. Si prevede un contenuto rigido per le voci

¹ In Italia il primo tentativo pubblicistico di disciplinare l'obbligo di informazione minimo che ogni impresa doveva dare si trova nel Codice del Commercio del 1882 (Regio Decreto n. 1062), dove si prevede all'art. 22 che "il commerciante deve fare ogni anno un inventario dei suoi beni mobili ed immobili e dei suoi debiti e crediti di qualunque natura e provenienza. L'inventario si chiude col bilancio e col conto dei profitti e delle perdite". Cfr. Quagli A., "Bilancio di esercizio e principi contabili", ed. Giappichelli, Torino, 2006.

² D. Lgs. n. 127 del 9 aprile 1999.

componenti lo Stato Patrimoniale ed il Conto Economico e per la prima volta sono stati inseriti in norme di Legge dei principi di redazione del bilancio già raccomandati da tempo dalla prassi contabile nazionale ed internazionale, come quello della chiarezza, della prudenza, della competenza, della continuazione dell'attività.

L'ultimo significativo aggiustamento alla normativa civilistica in tema di bilancio si è avuto con la riforma del diritto societario del 2003³ che, oltre a integrare e ritoccare la normativa, ha previsto per la netta e completa separazione fra reddito civilistico e reddito fiscale, imponendo all'amministratore di redigere il bilancio esclusivamente secondo i criteri previsti dal codice civile; l'applicazione di norme fiscali non compatibili con tali criteri potranno essere effettuate solo nella dichiarazione dei redditi relativa. Questa importante modifica "purifica" il bilancio da una serie di "inquinamenti" prodotti, per convenienza od obbligo di legge, dalla normativa fiscale.

Ad oggi, la normativa vigente prevede che ogni anno l'impresa debba redigere "il bilancio d'esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa"(art. 2423 del c.c.). Sono obbligati alla presentazione del Bilancio – quale momento di fotografia periodica dell'andamento della vita aziendale - solo le società di capitali.

Nei prossimi capitoli vedremo come gli schemi di Stato Patrimoniale e Conto Economico previsti dal legislatore siano delle particolari forme di riclassificazione degli stessi.

1.2 Origine ed utilità dell'analisi di bilancio

L'analisi di bilancio nasce dall'esigenza di favorire l'interpretazione dei valori rilevati nel bilancio d'esercizio attraverso la loro opportuna riclassificazione. Un'esigenza che nasce da lontano, se si pensa che la Du Pont Powder Company, un'azienda americana multidivisionale, già dal 1903 elaborava i dati settimanali relativi alle vendite, ai salari ed ai costi di produzione provenienti dalle varie fabbriche e filiali sparse sul territorio americano, allo scopo di razionalizzare la gestione dell'attività operativa e monitorare l'efficienza produttiva⁴; Tali dati venivano rielaborati ed analizzati con l'ausilio di indici di

³ D. Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003.

⁴ Johnson H.T., Kaplan R.S., "Ascesa e declino della contabilità direzionale", ed. ETAS Libri, 2002, pag. 89.

risultato, tra i quali uno è tra più utilizzati ancora oggi dalle imprese e dagli analisti, il Return on Investment (ROI)⁵.

Ancor più sorprendente è il fatto che, poiché la società si doveva finanziare solo con gli utili derivanti dalla sua attività, al fine di ottimizzare la pianificazione degli investimenti si faceva un preventivo dei flussi di cassa attesi dalla gestione, secondo le stime fatte dagli uffici di vendita e da quelli amministrativi⁶. Proprio come oggi fanno analisti di tutte le latitudini, ma con l'ausilio di sistemi informativi ben più potenti e veloci!

Dalla descrizione delle necessità informative di questi pionieri nel campo dell'analisi di bilancio, possiamo già capire quali siano le esigenze che la originano e l'utilità che è in grado di offrire ai suoi utilizzatori.

Analizzare il bilancio di esercizio ci consente di esaminare adeguatamente ed approfonditamente la situazione patrimoniale, economica e finanziaria di un'impresa. Dimensioni queste – lo sottolineiamo – che vanno sempre analizzate e considerate unitariamente, nonché integrate con ulteriori notizie e documenti interni ed esterni alla realtà dell'impresa, per poter esprimere un giudizio compiuto.

L'analisi della situazione patrimoniale ci consente di comprendere i seguenti aspetti dell'impresa:

- La struttura del capitale investito (impieghi correnti e non correnti);
- Le modalità di finanziamento (fonti proprie e di terzi);
- La correlazione che si instaura tra gli impieghi e le fonti, in relazione alla loro natura e all'orizzonte temporale di riferimento.

L'analisi della situazione economica, invece ha come obiettivo la conoscenza:

- Del livello di remunerazione del capitale apportato dai soci e di quello investito da terzi;
- Della tendenza ad operare in modo efficiente, cioè ottenendo il massimo risultato con il minimo costo.

L'analisi della situazione finanziaria, infine ha principalmente come fine quello di accertare:

- La capacità dell'impresa di fare fronte agli impegni assunti con i terzi;
- L'attitudine a generare flussi di cassa positivi.

Vedremo nei prossimi capitoli quali strumenti debbono essere utilizzati per raggiungere questi obiettivi di conoscenza, con l'avvertenza che la capacità informativa dell'analisi di

⁵ *Ibidem*, pag. 107.

⁶ *Ibidem*, pag. 91 e ss.

bilancio dipende sempre dalla capacità dell'analista di leggere adeguatamente le informazioni ricavate e dalle finalità conoscitive che si hanno.

1.3 Il processo e le finalità dell'analisi di bilancio

Per poter avere una interpretazione corretta dei risultati ottenuti dell'analisi di bilancio, è fondamentale capire la prospettiva da cui si effettua l'analisi.

Se ci troviamo di fronte ad un prospettiva di analisi dall'interno dell'azienda, si potrà effettuare una analisi più approfondita ed articolata, grazie alla disponibilità di dati contabili interni, dalla funzioni amministrative e di controllo, ed anche di dati di altra natura, come ad esempio gli indicatori di performance fisico-tecnica⁷. In un'analisi di questo tipo la bravura dell'analista si estrinseca – paradossalmente - nella capacità di discriminare, fra le tantissime informazioni potenzialmente disponibili, quelle utili al suo lavoro.

In caso di analisi dall'esterno è ovvio che la quantità e la qualità delle informazioni sarà inferiore, generalmente limitata a quella che la Legge prevede siano obbligatoriamente comunicate dagli amministratori. In linea di massima, le informazioni sono proporzionali alla dimensione dell'impresa, al fatto che sia o meno sottoposta alla vigilanza da parte di una autorità di controllo (Consob, Isvap, Banca d'Italia) che normalmente richiede delle informazioni supplementari rispetto a quelle previste dal codice civile, o alla complessità ed all'impatto sociale del business o del mercato di riferimento (per esempio un'impresa che opera nei paesi in via di sviluppo porrà molta attenzione ad evidenziare come nei suoi processi produttivi non sfrutti manodopera minorile e rispetti tutte le più elementari norme di sicurezza ambientale e del lavoro). Ulteriori elementi rispetto a quelli obbligatori possono essere poi forniti dall'azienda (dai suoi amministratori) a seconda dello scopo dell'analisi di bilancio: se è essa è effettuata da un perito di parte per la stesura di una perizia (per esempio in caso di fusione o scissione fra da due società sorelle), quest'ultimo avrà sicuramente a disposizione anche una quantità di dati forniti dalle funzioni aziendali per svolgere nel miglior modo possibile il suo incarico; se l'analista in questione opera all'interno di una banca con lo scopo di assegnare un rating all'azienda per capire il grado di solvibilità della stessa (perché ha chiesto un finanziamento o per mantenere o meno un

⁷ Per una disamina dei vari indicatori aziendali Cfr. Saita M. *“Manuale di contabilità, bilancio e controllo”*, ed Il Sole 24 Ore, 1999.

certo livello di credito), anche in questo caso a semplice richiesta l'analista otterrà tutta una serie di informazioni interne all'azienda, probabilmente scontando da parte degli amministratori della società una selezione a monte dei documenti da trasmettere al fine di ottenere un buon posizionamento.

Per effettuare una valida analisi di bilancio, è necessario poi aver disponibili le informazioni di bilancio in maniera completa, dai documenti strettamente contabili (Stato Patrimoniale e Conto Economico) e quelli interpretativi (Nota Integrativa, Relazione sulla Gestione).

Bisogna poi assicurarsi che i valori contabili esposti nei bilanci siano significativi, e quindi non caratterizzati né da una eccessiva analiticità né al contrario da una troppo elevata sinteticità.

La gran parte degli valori espressi dagli indici di bilancio hanno una significatività ed una valenza autonoma ma, per esprimere un giudizio complessivo più completo sulle condizioni di "salute" dell'impresa, devono essere confrontati nel tempo e nello spazio.

La dimensione temporale è importante perché da l'opportunità di confrontare ed interpretare i dati di una serie storica e non su un singolo periodo amministrativo, che per molti motivi contingenti potrebbe non essere significativo (per un investimento importante che ha assorbito notevole liquidità, per dei costi straordinari e non ricorrenti che inficiano la significatività degli indicatori di redditività, e così via...). Un'analisi integrata di più esercizi consente all'analista di avere un quadro dell'evoluzione aziendale nel tempo molto più puntuale e di cogliere delle relazioni di causa-effetto non comprensibili analizzando un solo esercizio. Per avere un'analisi storica efficace e significativa, bisogna considerare alcuni fattori cruciali:

- a) l'estensione temporale di riferimento, che dipende sostanzialmente dal soggetto e dall'oggetto dell'indagine. Se il soggetto di l'analisi è un'impresa che realizza opere pluriennali, necessariamente bisognerà quantomeno prendere in considerazione un numero di esercizi amministrativi compatibili con la durata del ciclo di produzione dei beni; se l'oggetto di analisi sono gli effetti che un determinato investimento ha avuto in termini economici e finanziari, bisognerà prendere in considerazione tutti gli esercizi interessati a partire da quello di avvio dell'investimento;
- b) la presenza di elementi distorsivi che rendono la comparazione dei bilanci scarsamente significativa. I più comuni elementi distorsivi sono dati da fattori interni, e possono ricondursi essenzialmente al cambiamento dei criteri di valutazione di alcune poste di bilancio. Nel corso degli anni può cambiare il criterio di valutazione del costo storico

con il fair value, oppure può cambiare il criterio di valutazione delle rimanenze di magazzino, per esempio dal LIFO al FIFO.⁸ In questo caso l'analista deve limitarsi a prendere atto delle modifiche intervenute, senza tentare di ricostruire i valori che sarebbero stati ottenuti con il mantenimento dei precedenti criteri; deve piuttosto analizzare con attenzione i documenti che possono aiutarlo a capire le conseguenze della variazione dei criteri sui risultati di bilancio. In particolare la nota integrativa, che per legge (art. 2427 c.c. punto 1) deve indicare i criteri di valutazione utilizzati per la valutazione delle poste di bilancio ed a volte anche gli effetti che si sarebbero prodotti con l'impiego dell'uno e dell'altro criterio; tali informazioni sono utili per interpretare gli indici ed i margini coinvolti da tale cambiamento di criteri. Se non sono intervenuti anche cambiamenti gestionali le variazioni di tali indici saranno quindi facilmente riconducibili esclusivamente al cambiamento dei criteri di valutazione;

- c) la presenza di correlazione fra diversi valori di bilancio nel tempo: se aumentano i ricavi ed il Margine Operativo Lordo (MOL) diminuisce, significa che i costi sono aumentati in maniera più che proporzionale rispetto ai ricavi. Per avere un quadro più significativo è utile effettuare indagini più approfondite con l'ausilio di tecniche statistiche di base, come l'indice di correlazione⁹.

La dimensione spaziale, invece, serve ad inserire l'impresa nel contesto in cui opera. Un confronto con i valori medi del settore o di altre realtà consente di contestualizzare i risultati degli indici all'interno del peculiare ambiente competitivo di riferimento¹⁰.

A "complicare" la situazione, per esser certi di analizzare dei dati significativi, bisogna assicurarsi che i dati di bilancio su cui andiamo a calcolare gli indici che confrontiamo nel tempo e nello spazio abbiano due generi di uniformità:

- A) Uniformità formale: gli schemi di bilancio dai quali estrapoliamo i dati siano formalmente uniformi, cioè presentino le stesse strutture, e che la terminologia utilizzata sia omogenea, cioè che per indicare uno stesso oggetto venga indicata sempre la stessa terminologia;

⁸ Per una disamina sui vari criteri di valutazione che un'azienda può adottare nel valutare alcune poste di bilancio, Cfr. FELLEGGARA A., *Contabilità generale e bilancio d'impresa*. Torino. Ed. Giappichelli, 2004.

⁹ L'indice di correlazione è un semplice strumento statistico che misura il grado di relazione esistente fra due variabili, tale per cui a ciascuna variazione della prima variabile corrisponde una variazione regolare della seconda. Per un approfondimento si veda Guerrieri G., *"Statistica"*, ed. Cacucci, Roma, 2001.

¹⁰ Per un'analisi dell'importanza del sistema ambientale di riferimento Cfr. Cavalieri E., Ranalli F., *"Appunti di Economia aziendale, Vol II"*, ed. Kappa, Roma, 1994.

B) Uniformità sostanziale: accanto all'uniformità formale, è necessario anche che i criteri di determinazione dei valori siano omogenei.

E' molto difficile che tali uniformità si riscontrino quando effettuano dei confronti con indici medi di settore o di altre imprese, che vengono sempre elaborati da terzi esterni alle imprese sulla base di dati estrapolati da bilanci pubblici.

Per tale motivo, l'analisi di bilancio nello spazio è utilizzata assai di rado, e cmq solo per confrontare indici e quozienti che difficilmente possano risultare disomogenei per composizione dei valori.

L'analista, prima di iniziare il suo lavoro, deve avere ben presenti quali siano le finalità conoscitive della sua analisi, per poter impostare la sua analisi secondo logiche coerenti con le stesse, e le caratteristiche dell'impresa che si appresta ad analizzare.

1.3.1 Le fasi dell'analisi: la fase "tecnica"

Una prima fase dell'analisi di bilancio, che potremmo chiamare tecnica, consiste nel riclassificare i valori contabili dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico secondo schemi diversi da quelli stabiliti dalle norme che regolano la formazione del bilancio, nate per finalità diverse da quelle proprie dell'analisi di bilancio.

L'analista che si appresta ad effettuare la riclassificazione dei documenti di bilancio secondo gli schemi più idonei agli scopi della sua analisi, deve innanzitutto fare attenzione ai criteri che i redattori del bilancio hanno utilizzato nella sua preparazione: oggi infatti, oltre ai criteri stabiliti dagli artt. 2423 e ss. del Codice Civile – tuttora validi per la maggioranza delle imprese – alcune tipologie di imprese possono o devono utilizzare i criteri di redazione fissati dai principi contabili fissati dall'International Accounting Standard Committee (IASC), ora International Accounting Standards Boards, (IASB), denominati International Accounting Standards (IAS), ora International Financial Reporting Standards (IFRS)¹¹.

¹¹ Ai sensi del D. Lgs. 38/2005 – che recepisce quanto previsto dal Regolamento Comunitario (CE) n. 1606/2002 - le società tenute ad adottare gli standard contabili IAS/IFRS sono: a) le società quotate; b) le aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico; c) banche, società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari iscritti all'apposito albo, SIM, SGR, società finanziarie iscritte nell'elenco speciale; d) imprese di assicurazione. Tutte le altre società li possono adottare facoltativamente. Per una panoramica sugli IAS e sui tentativi di standardizzazione dei principi contabili internazionali Cfr. Zambon S., "Profili di ragioneria internazionale e comparata per aree tematiche", ed. Cedam, 1996, Maticena A., "IAS – International Accounting Standards: il 2005 oggi?", ed Clueb. 2003.

Questo perché la fase della riclassificazione non si riduce solamente ad un mero riposizionamento dei dati contabili secondo schemi differenti, ma richiede anche una attenta lettura dei documenti allegati al bilancio, che spiegano i principi contabili adottati nella sua redazione e forniscono ulteriori informazioni per capire cosa è stato inserito e secondo quali criteri metodologici in determinate voci di bilancio.

Una volta interpretati e capiti i valori esposti nei documenti di bilancio, si possono riclassificare con cognizione di causa secondo lo schema più idoneo.

A questo punto si possono iniziare ad elaborare gli indici ed i quozienti prescelti mettendo a confronto alcuni aggregati omogenei, che – valutati tutti insieme - ci danno la possibilità di avere un primo quadro sintetico della situazione aziendale da un punto di vista patrimoniale, finanziario ed economico.

Ogni singolo indice (che, come vedremo, è un rapporto tra valori) e margine (differenza fra valori) ci rappresentano solo una situazione particolare dell'impresa, analizzati nel loro insieme invece ci permettono di comprendere più compiutamente tutte le dinamiche aziendali. In particolare, possiamo distinguere indici e margini in grado di analizzare i seguenti ambiti gestionali:

1. Il grado di Liquidità: cioè la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari nel breve periodo (debiti a breve) attraverso l'utilizzo del capitale circolante (disponibilità liquide, crediti e rimanenze);
2. Il livello di Solidità: ossia l'esistenza di un equilibrio fra investimenti o fonti di finanziamento nel medio periodo, e la capacità dell'azienda di mantenerlo con una adeguata redditività aziendale;
3. La redditività: la verifica della capacità dei risultati economici ottenuti di remunerare adeguatamente il capitale proprio e quello investito.

In caso si riesca ad ottenere adeguate informazioni extra-contabili - quindi nella maggior parte dei casi in caso di analisi di bilancio svolte dall'interno dell'impresa –sarà possibile effettuare anche delle indagini che svelino la capacità di creazione del valore e la sostenibilità “sociale” del business aziendale. In questo lavoro non ci occuperemo di questi interessanti modelli di analisi, sviluppati soprattutto oltreoceano per analizzare degli aspetti particolari dell'azienda, ma ci preme segnalarli per completezza di analisi¹².

¹² Per un approfondimento sul concetto di creazione di valore e sui modelli sviluppati dagli economisti per misurarlo si rimanda in particolare a De Sarno M. “*Misurazione e comunicazione dei valori aziendali*”, ed. Giappichelli, 2005, e Di Lazzaro F., “*La performance del valore per l'analisi aziendale*”, ed. Giappichelli, 2003. Per quanto riguarda i modelli sulla responsabilità sociale dell'impresa o Corporate Social Responsibility (CSR) Cfr. Hinna L. “*Il bilancio sociale. Scenari, settori e valenze. Modelli di rendicontazione aziendale. Gestione responsabile e sviluppo sostenibile. Esperienze Europee e casi italiani*”,

I dati forniti dagli indici e dai margini forniscono una rappresentazione aziendale che potremmo definire “statica”, in quanto evidenziano la situazione come fotografata alla data puntuale di chiusura dell’esercizio amministrativo/contabile. Per avere una rappresentazione “dinamica” occorrerà predisporre ed interpretare anche uno schema che evidenzia l’andamento dei flussi finanziari.

Il Rendiconto Finanziario è lo schema che ci permette non solo di analizzare la dinamica di tali flussi, ma che di capire le ragioni che stanno dietro a tale dinamica, per esempio evidenziando le aree della gestione aziendale che hanno generato liquidità e quelle che al contrario l’hanno assorbita.

1.3.2 Le fasi dell’analisi preliminare: la fase “interpretativa”

Terminata la fase “tecnica” di elaborazione dei dati contabili forniti dai bilanci, l’analista è in grado, sulla base delle informazioni fornite dalla lettura integrata degli indicatori e dei flussi, di effettuare delle considerazioni ed esprimere dei giudizi sulle dinamiche gestionali dell’impresa, e quindi anche sul suo stato generale di salute: ogni indicatore ci evidenzia infatti un risultato particolare dell’andamento della gestione complessiva da differenti prospettive, di liquidità, di solidità o reddituali; unendoli tutti insieme e soppesando la valenza informativa di ciascuno di essi si è in grado di esprimere un giudizio abbastanza preciso sulla reale situazione dell’azienda.

Non si potrà avere una certezza “matematica” perché l’analisi, come già detto, è influenzata sia dal grado di accuratezza e veridicità delle informazioni contenute nel bilancio, sia dal grado di soggettività che l’analista stesso deve inserire nella valutazione per costruire un quadro d’insieme coerente da informazioni di varia natura (non solo contabile) ed a volte non correlate, o comunque già minate all’origine dalla soggettività insita in alcune poste contabili, elaborate sulla base di congetture dal soggetto che ha predisposto il bilancio¹³.

ed. Il Sole 24 Ore, 2002, Bagnoli L. “*Quale responsabilità sociale per l’impresa*”, Matacena A. “*Impresa e ambiente. Il bilancio sociale*”, ed Clueb.

¹³ L’introduzione del *fair value*, cioè del valore equo (o di mercato), in luogo ed in deroga del criterio del costo previsto dall’art. 2426 del c.c., contribuisce a rendere più aleatoria l’affidabilità del dato per alcune poste contabili, in primis le immobilizzazioni finanziarie detenute, ma anche delle immobilizzazioni immateriali.

Se le informazioni contenute nel bilancio sono accurate e veritiere e l'analista è in grado di creare collegare in un insieme logico, organico e coerente le informazioni di varia natura in suo possesso, potremo tuttavia sostenere con una certa sicurezza che i risultati dell'analisi di bilancio rappresenteranno una situazione precisa e reale dell'azienda analizzata.

2. La riclassificazione del bilancio

Dopo aver analizzato nel capitolo precedente le finalità dell'analisi di bilancio, le informazioni necessarie ai diversi scopi dell'analisi, le verifiche necessarie ad assicurare la significatività e la veridicità dei suoi risultati e le sue principali fasi, in questo capitolo ci occuperemo dei vari schemi di riclassificazione dei documenti contabili del bilancio che la dottrina e la prassi hanno sviluppato per analizzare l'impresa da diversi punti di vista, evidenziando di volta in volta gli aspetti che più interessano nell'analisi.

Come accennato precedentemente, infatti, la riclassificazione del bilancio d'esercizio è finalizzata ad una migliore comprensione e interpretazione dei fatti fondamentali di gestione, che spesso non risultano evidenti dalla lettura degli schemi tradizionali di bilancio previsti dalla normativa civilistica.

Inizieremo analizzando i vari schemi dello Stato Patrimoniale, dai quali potremo risalire a degli indici che ci rappresentano l'azienda secondo una prospettiva "statica", per proseguire poi nell'analisi di quelli del Conto economico che invece ci forniscono una prospettiva "dinamica" dell'impresa, per finire con la descrizione del principale mezzo utilizzato per analizzare l'azienda attraverso i flussi di cassa (o finanziari) generati e/o assorbiti dalle varie gestioni, il rendiconto finanziario.

2.1. *La riclassificazione dello Stato Patrimoniale*

La dottrina ha individuato due principali funzioni dello Stato Patrimoniale: quello di evidenziare, ad una certa data, la composizione del patrimonio aziendale e la consistenza del capitale netto¹, e quello di individuare la correlazione esistente fra gli investimenti effettuati e le fonti di finanziamento utilizzate per effettuarli o sostenerli².

¹ In tal senso la funzione dello stato patrimoniale "*consiste nell'espressione qualitativa di tutti i componenti il patrimonio sociale e, soprattutto, di come quei componenti si combinino in un sistema unitario, più o meno armonico e, quindi, più o meno equilibrato*". Cfr. BANDETTINI A., "Il bilancio d'esercizio", CEDAM ed, Padova, 2004, pag. 12.

² Secondo questa seconda ottica, "*l'informazione di tipo patrimoniale permette di conoscere, oltre al percorso finanziario seguito dall'azienda, sia con capitale di rischio che con capitale di credito, gli investimenti attuati per creare ed alimentare, direttamente ed indirettamente, il processo economico di trasformazione*". Cfr. BANDETTINI A., op.cit., pag. 12 e ss.

Di conseguenza sono due i principali schemi di riclassificazione utilizzati nella prassi: la prima funzione si ottiene utilizzando una logica di riclassificazione delle poste dello stato patrimoniale che segua un criterio *finanziario*, riclassificando le voci a seconda della loro attitudine a trasformarsi in liquidità entro un termine prestabilito, di norma un anno.³ Lo scopo principale di questa riclassificazione è quello di verificare la capacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni nel breve periodo (debiti di funzionamento e di finanziamento) attraverso il proprio capitale circolante netto (disponibilità liquide, crediti, rimanenze).

La seconda invece si ottiene utilizzando una logica di riclassificazione secondo il criterio c.d. *funzionale*, dove le singole poste contabili vengono assegnate alle diverse aree gestionali dell'impresa (operativa, finanziaria o patrimoniale), secondo un criterio di riconduzione logica per pertinenza. Un'analisi di questo tipo ha 'obiettivo di indagare l'esistenza o meno di un equilibrio fra investimenti e fonti di finanziamento nel medio periodo, nonché la correlazione con la redditività aziendale.

Per effettuare una analisi di bilancio completa dovranno essere presi in considerazione – fra gli altri - entrambi gli aspetti, in quanto l'analisi finanziaria è propedeutica all'accertamento del grado di liquidità aziendale, mentre l'analisi funzionale lo è all'accertamento del grado di solidità⁴.

La dottrina ha poi sviluppato anche altri schemi riclassificatori delle voci dello Stato Patrimoniale, che saranno descritti sinteticamente nel successivo paragrafo.

2.1.1. Riclassificazione secondo il criterio finanziario

Uno dei principali obiettivi dell'analisi di bilancio è quello di verificare l'equilibrio finanziario dell'azienda, nel breve e nel medio - lungo periodo.

A questo scopo dottrina e prassi utilizzano una riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario, riaggregando le poste contabili per caratteristiche finanziarie omogenee. Lo schema di Stato Patrimoniale civilistico è già parzialmente suddiviso secondo questo schema, infatti l'attivo è correttamente suddiviso in immobilizzazioni e capitale circolante, ma alcune voci sono fuori classe, mentre altre dovrebbero appartenere a

³ “le attività sono raggruppate in funzione della loro capacità a trasformarsi in mezzi liquidi in tempi più o meno rapidi, mentre le passività vengono esposte secondo una esigibilità più o meno prossima”. Cfr. Terzani S. “*Le comparazioni di bilancio*”, CEDAM ed, Padova, 1996.

⁴ Come si avrà modo di approfondire nei paragrafi successivi, lo schema previsto dal legislatore all'art. 2424 del c.c. è sostanzialmente una riclassificazione mista, che potremmo definire “funzionale-finanziaria”, che accoglie elementi dell'uno e dell'altro schema.

raggruppamenti diversi. In effetti il legislatore si è preoccupato di indicare le voci anche per la loro destinazione temporale: i crediti esigibili entro od oltre l'esercizio successivo e le partecipazioni e gli altri titoli se considerati immobilizzazioni oppure capitale circolante, ma raggruppati a seconda della loro natura (immobilizzazioni o capitale circolante) e non per scadenza temporale; la separazione prescinde quindi dalla liquidità della posta contabile.

Poiché un'analisi corretta deve basarsi su calcoli che partano da valori omogenei, tutte le voci devono essere riclassificate e ricondotte nelle due aree che distinguono la destinazione data agli impieghi in funzione della loro durata: quelle che rimarranno tali e quali per più di dodici mesi da una parte (attivo immobilizzato) e quelle che sono destinate a trasformarsi in denaro entro dodici mesi dall'altra (attivo corrente)⁵.

Il discorso si fa ancora più complesso considerando il passivo dello Stato Patrimoniale civilistico, dove non vi è traccia di una riclassificazione che segua un criterio finanziari, se si eccettua le voci inserite nella macrovoce D) Debiti, dove è prevista la separata indicazione degli importi esigibili oltre l'anno. E' evidente anche una eccessiva sinteticità nell'esposizione delle voci del passivo rispetto all'analiticità con cui sono elencate quelle del passivo: le voci sono semplicemente raggruppate in cinque macroclassi (Patrimonio Netto, Fondi per rischi ed oneri, Fondo TFR, Debiti, Ratei e Risconti passivi) e sono aggregate secondo una logica che privilegia la natura delle fonti di finanziamento, secondo alcuni autori sembrano (e forse sono) aggregate secondo una logica di tipo esclusivamente "terminologico"⁶.

Anche queste voci del passivo dovranno essere riclassificate in funzione del loro grado di esigibilità, prendendo come base l'arco temporale dei dodici mesi⁷.

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario si può quindi riassumere nello schema a sezioni contrapposte indicato in Tabella 2.1, dove agli impieghi, che rappresentano il capitale investito, si contrappongono le fonti, che rappresentano il capitale di finanziamento.

⁵ Per chiarire la differenza fra una classificazione che utilizzi il criterio temporale da una che invece utilizzi il criterio finanziario (della liquidità), basti pensare al caso di un credito commerciale che scada oltre l'anno. Se civilisticamente tale posta viene iscritta nell'attivo circolante (con la separata indicazione dell'importo scadente oltre l'anno), finanziariamente deve essere iscritta nell'attivo a breve.

⁶ Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 21.

⁷ Dodici mesi è l'arco temporale convenzionale, che potrebbe essere troppo breve per l'analisi di imprese operanti in particolari settori economici, per esempio quello delle costruzioni edili od in generale quelli operanti in settori con appalti pluriennali. In casi come questi l'analista dovrà modulare se possibile l'analisi prendendo come parametro un arco temporale maggiore, sempre che sia in grado di trovare le informazioni necessarie nei documenti che ha a disposizione. Cfr. AVI M.S., *Casi ed esercizi di analisi di bilancio*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2006

Tabella 2.1 – riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario

IMPIEGHI	FONTI
ATTIVITA' NON CORRENTI	PATRIMONIO NETTO
Immobilizzazioni immateriali	
Immobilizzazioni materiali	PASSIVITA' NON CORRENTI
Immobilizzazioni finanziarie	Fondi per rischi e oneri
- Partecipazioni	Fondo trattamento di fine rapporto
- Crediti finanziari oltre 12 mesi, titoli, azioni proprie	Debiti commerciali e altre passività oltre 12 mesi
Crediti commerciali e altre attività oltre 12 mesi	Debiti finanziari oltre 12 mesi
ATTIVITA' CORRENTI	PASSIVITA' CORRENTI
Rimanenze	Debiti verso banche
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	Debiti verso altri finanziatori
Attività finanziarie entro 12 mesi	Debiti commerciali
Disponibilità liquide	Debiti tributari
	Altre passività
TOTALE IMPIEGHI	TOTALE FONTI

Come si vede gli impieghi vengono suddivisi in Attività correnti (o a breve termine) e non correnti (o a lungo termine), e le Fonti sono suddivise in Patrimonio netto, Passività correnti (passivo a breve termine) e non correnti (passivo a lungo termine)⁸.

Le attività correnti sono rappresentate dalle disponibilità liquide (cassa, banca), dai crediti verso clienti (entro 12 mesi), dalle rimanenze di magazzino, tutti quegli investimenti destinati a monetizzarsi nel corso dei successivi 12 mesi, e i ratei ed i risconti attivi.

Le attività non correnti sono costituite da tutte quelle attività immobilizzate che possono essere materiali (fabbricati, impianti, macchinari ecc.), immateriali (brevetti, marchi ecc.) e finanziarie (partecipazioni, crediti con scadenza superiore ai 12 mesi ecc...)⁹, dai crediti con scadenza superiore ai 12 mesi, da quella parte di rimanenze di magazzino destinata a

⁸ Gli aggettivi “correnti” e “non correnti” sono quelli utilizzati negli standard internazionali IAS/IFRS e sono ormai stati fatti propri anche dalla dottrina nazionale, tanto da essere stati inseriti nella proposta di riforma del codice civile riguardante gli schemi contabili obbligatori preparata dell’Organismo Italiano di Contabilità (OIC).

⁹ Alcuni autori preferiscono utilizzare il termine “Attivo a lungo” in luogo di “Immobilizzazioni”, in quanto il concetto di immobilizzazione diverge in maniera sostanziale da quello di attivo a lungo termine. Il valore immobilizzato è infatti rappresentato dal valore che viene impiegato durevolmente nell’economia dell’impresa. Ciò non toglie però che, in un determinato momento della sua vita, il valore stesso, pur immobilizzato, sia una posta a breve termine”, per esempio perché sta per essere ceduto o dismesso. Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 32.

rimanere durevolmente all'interno dell'impresa e che presenta quindi un tasso di rotazione superiore ai 12 mesi¹⁰.

La liquidabilità di una determinata posta dell'attivo deve essere un fattore oggettivo, non deve basarsi solamente sulla volontà da parte dell'organo amministrativo di liquidare la risorsa, ma sulle reali possibilità di farlo, che possono dipendere da fattori esterni, di mercato o legislativi o ancora altro¹¹.

La distinzione fra i due gruppi di attività deve basarsi sugli aspetti sostanziali dell'aggregato oggetto di valutazione, non su quello formale previsto dalla norma, come vedremo nel prosieguo.

Il passivo dello stato patrimoniale è suddiviso tra Capitale proprio (il Patrimonio netto¹²) e Capitale di terzi (debiti verso terzi), il quale si può suddividere a sua volta in Passività non correnti (consolidate) e in Passività correnti, in base durata prevista di estinzione, se superiore od inferiore ai 12 mesi.

Il Patrimonio netto è formato dal capitale sociale, e da tutte quelle risorse generate nel corso del tempo dall'impresa per differenti motivi. E' la fonte più stabile e di lungo periodo in assoluto, perché vincolata all'impresa, in parte ex lege (il capitale sociale e le riserve obbligatorie), in parte per volontà dell'imprenditore.

Le passività non correnti sono quelle passività che tipicamente sono debiti di finanziamento a medio lungo periodo, che hanno la funzione di sostenere gli investimenti aziendali; rientrano in questa categoria tutti i fondi per rischi ed oneri futuri che si preveda abbiano una manifestazione finanziaria successiva ai 12 mesi¹³, e i risconti passivi per la quota riferita ad esercizi successivi al prossimo.

Fra le passività correnti, infine, vanno considerati tutti quei debiti destinati ad essere rimborsati nel corso dei prossimi 12 mesi, comprese – ove possibile la loro identificazione – le quote dei fondi per rischi ed oneri futuri, del fondo TFR, dei debiti finanziari, ed i ratei

¹⁰ Nel caso l'analista non abbia la possibilità di identificare con ragionevole certezza questa quantità, è ragionevole inserire tutto il valore delle rimanenze fra l'attivo corrente.

¹¹ Si pensi ad esempio ad un edificio storico posto al centro di una grande città; anche se l'intenzione del management sia quella di ristrutturarlo e venderlo in breve tempo, i vincoli legislativi di ogni genere potrebbero allungare i tempi necessari per ottenere l'autorizzazione alla ristrutturazione e ad un eventuale cambio di destinazione d'uso, comportando tempi di realizzazione ben superiori all'anno. Ma anche posta che possono sembrare liquide per definizione, come la cassa, potrebbero in parte non esserlo; si pensi ad esempio ad un'azienda operante nella grande distribuzione (e.g. supermercati), che deve mantenere nelle casse dei propri punti vendita una quantità di denaro liquido sufficiente a garantire il regolare svolgimento dell'attività operativa. Per un approfondimento Cfr. Fazzini V. *“Il capitale permanente nell'analisi dei dati di bilancio”*, Ordine dei Dottori Commercialisti di Firenze, 1953.

¹² Il Patrimonio netto è la somma del capitale sociale, delle riserve (legale, statutaria, ecc...) e degli utili (riportati a nuovo o di periodo), sottratte eventuali perdite (riportate a nuovo o di periodo)

¹³ Nel caso non sia possibile identificare la parte del fondo rischi ed oneri futuri che sarà utilizzata entro i successivi 12 mesi, la prassi aziendalistica consiglia di considerare l'intero importo dei fondi all'interno delle passività non correnti.

ed i risconti passivi di competenza. Questo aggregato è il più delicato nell'analisi dell'equilibrio aziendale, e deve essere costantemente monitorato dalle funzioni gestionali aziendali. Un'azienda sana dovrebbe essere in grado di reperire immediatamente tutte le risorse monetarie in grado di far fronte ad un'improvvisa – e contemporanea – richiesta di tutti i creditori aziendali di rientrare di estinguere tutte le passività a correnti, e dovrebbe farlo attraverso l'utilizzo di risorse provenienti dalle sole attività correnti.

Particolare attenzione deve essere posta alla collocazione di alcune voci di bilancio previste dallo schema civilistico all'interno dell'una o dell'altra categoria: i *crediti verso soci per versamenti ancora dovuti* possono collocarsi fra le attività correnti o meno a seconda che la data prevista di versamento sia inferiore o superiore ai dodici mesi; le *immobilizzazioni* che saranno alienate nei successivi dodici mesi dovranno essere collocate fra le attività correnti, così come le *immobilizzazioni immateriali* rappresentate da diritti che giungano a scadenza nel medesimo periodo e non sia possibile o previsto il loro rinnovo; le *rimanenze di magazzino*, se presentano un tasso di rotazione superiore ai dodici mesi o se sono costituite da beni obsoleti o difficilmente vendibili possono e devono essere collocate fra le attività non correnti, così come la parte dei *risconti attivi e passivi* pluriennali; i fondi per rischi ed oneri ed il fondo per il TFR devono essere ripartiti separando la parte in scadenza nei dodici mesi successivi, che andrà nelle passività correnti, dalla restante parte che invece andrà nelle passività non correnti. A seconda della tipologia dell'incarico e della disponibilità o meno di ulteriori informazioni oltre quelle desumibili dal bilancio, alcune di queste voci potranno o meno essere adeguatamente collocate, e naturalmente questo si rifletterà anche sul livello di precisione dei risultati dell'analisi.

Questo prospetto di riclassificazione appare a nostri occhi come il più idoneo ad analizzare dall'esterno un'azienda che fornisca sufficienti informazioni in nota integrativa, come quella che abbiamo deciso di analizzare nel capitolo dedicato al caso pratico¹⁴.

¹⁴ Come si spiegherà meglio successivamente, l'azienda analizzata è I Viaggi del Ventaglio S.p.A., azienda di rilevanti dimensioni operante nel settore del turismo, la quale ha fornito nel corso degli anni nei suoi bilanci informazioni sufficienti a poter svolgere un'analisi compiuta della realtà aziendale, fornendo anche delle riclassificazioni di bilancio sintetiche che ci permetteranno poi di applicare indici e margini per trarre delle conclusioni sulla possibilità o meno di rilevare dagli stessi documenti degli indizi sullo stato di sofferenza della stessa, che ha portato alla recente dichiarazione di fallimento da parte del Tribunale di Milano (15 luglio 2010). Cfr. Filippetti S. "Crack per Viaggi del Ventaglio, il PM ottiene il fallimento", il Sole 24 Ore del 16 luglio 2010.

2.1.2. Riclassificazione secondo il criterio funzionale

La seconda tipologia di riclassificazione è quella che utilizza il criterio funzionale, che si basa sulla classificazione delle poste contabili in relazione all'area gestionale di riferimento.

Possiamo distinguere 2 aree gestionali principali: 1) l'area operativa o della *gestione caratteristica*, che riguarda tutte le poste contabili che partecipano direttamente allo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa, cioè quella per cui è stata costituita, come ad esempio gli impianti, i macchinari, le rimanenze di materie prime o di prodotti finiti, i crediti commerciali verso clienti e così via; 2) l'area della *gestione accessoria*, che comprende tutte le attività che si affiancano a quella tipica dell'impresa, che siano strumentali o complementari alla stessa. All'interno di questa possiamo distinguere una area di gestione strumentale a quella operativa che è la *gestione finanziaria*, la quale si occupa della gestione delle risorse finanziarie dell'impresa, dalla gestione di tesoreria alla determinazione del fabbisogno finanziario e alle sue modalità di copertura; tale gestione in realtà è funzionale a qualsiasi altra gestione accessoria, in quanto alcuni fabbisogni finanziari non sono comuni a tutte le gestioni. Vi possono poi essere nella realtà molte altre gestioni accessorie complementari a quella operativa, in questa sede si ricorda la *gestione patrimoniale*, che si occupa dell'investimento delle disponibilità finanziarie dell'impresa, che possono risultare disponibili per periodi più o meno lunghi, ed in base a questo periodo la gestione si occupa di volta in volta di decidere quale sia l'investimento più redditizio a cui destinarle¹⁵.

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio funzionale è riassumibile nello schema indicato in Tabella 2.2; come si noterà tale schema si presenta, oltre che nella sostanza, in una forma diversa rispetto alla riclassificazione secondo il metodo finanziario che utilizza le sezioni contrapposte, utilizzando uno schema progressivo o scalare, al fine di rendere immediatamente intellegibili i principali risultati ottenibili da questa struttura, che sono quelli di evidenziare la struttura finanziaria (le forme di finanziamento) utilizzata per coprire le diverse aree di gestione.

¹⁵ Cfr. CAVALIERI E., RANALLI F., *Appunti di Economia Aziendale*, Kappa ed., Roma, 1994, pagg. 58 e segg.

Tabella 2.2 – riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale

ATTIVITA' OPERATIVE CORRENTI	
Rimanenze	
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	-
PASSIVITA' OPERATIVE CORRENTI	
Debiti commerciali	
Debiti tributari	
Altre passività	
= Capitale circolante netto della gestione operativa	+
ATTIVITA' OPERATIVE NON CORRENTI	
Immobilizzazioni immateriali	
Immobilizzazioni materiali	
Crediti commerciali e altre attività oltre 12 mesi	
	-
PASSIVITA' OPERATIVE NON CORRENTI	
Fondi per rischi e oneri	
Fondo trattamento di fine rapporto	
Debiti commerciali e altre passività oltre 12 mesi	
= Capitale operativo Investito Netto	-
così finanziato:	
ATTIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	
Attività finanziarie entro 12 mesi	
Disponibilità liquide	-
PASSIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	
Debiti verso banche	
Debiti verso altri finanziatori	
= Posizione finanziaria netta corrente	+
ATTIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	
Partecipazioni	
Crediti finanziari oltre 12 mesi, titoli, azioni proprie	-
PASSIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	
Debiti finanziari oltre 12 mesi	=
CAPITALE PROPRIO	

La riclassificazione secondo il criterio funzionale consiste quindi nella suddivisione delle varie poste dello Stato Patrimoniale in base all'area gestionale di appartenenza e all'orizzonte temporale di riferimento.

Le attività (Impieghi) dovranno essere riclassificate in base all'area gestionale di pertinenza (operativa, accessoria o finanziaria) e al loro tempo medio di trasformazione in denaro liquido. Possiamo distinguere quattro macro aggregati:

1. Le attività operative non correnti. In questo aggregato rientrano gli impieghi destinati a rimanere in azienda per un periodo superiore a 12 mesi, tipicamente le immobilizzazioni (materiali, immateriali), i crediti a lungo termine, le rimanenze che hanno un tasso di rotazione superiore ai 12 mesi;
2. Le attività operative correnti. In questo aggregato rientrano, rientrano tutte quelle attività che si trasformeranno in liquidità nell'arco di 12 mesi (crediti, rimanenze, ratei e risconti), quindi anche quella parte di immobilizzazioni (materiali ed immateriali) destinate ad essere vendute in questo periodo di tempo;
3. Le attività finanziarie non correnti. In questo aggregato rientrano tutti quegli impieghi finanziari duraturi, detenuti a scopo di negoziazione o di investimento industriale, come le partecipazioni (di controllo e /o collegamento) in altre società, gli strumenti finanziari con scadenza o presunta negoziazione successiva ai 12 mesi, i crediti finanziari con scadenza superiore a questo arco di tempo;
4. Le attività finanziarie correnti. In questo aggregato rientrano invece tutti gli impieghi destinati ad essere venduti o liquidati nell'arco dei successivi 12 mesi, ed ovviamente anche le disponibilità liquide.

Nel collocare le voci in uno di questi aggregati si dovrà naturalmente privilegiare l'aspetto sostanziale rispetto a quello formale; se un attività – per esempio una immobilizzazione – di norma classificabile fra le attività operative non correnti sarà ceduta (o ci saranno ragionevoli probabilità) nei prossimi 12 mesi sarà necessario collocarla fra le attività operative correnti, senza tener conto delle disposizioni legislative o di predisposizione del bilancio previste dalle regole contabili nazionali e/o internazionali.

Per quanto riguarda le passività (Fonti), tenendo presente che esse sono composte dal capitale aziendale (patrimonio netto) e da quello di terzi, dovranno invece essere riclassificate a seconda della scadenza prevista per il loro pagamento e della funzione svolta all'interno dell'azienda: saranno passività di funzionamento quelle relative a debiti accesi per svolgere la normale attività operativa dell'azienda, saranno invece passività di finanziamento quelle accese per far fronte a particolari fabbisogni finanziari dell'impresa. Nel dettaglio possiamo distinguere:

1. Il patrimonio netto. E' costituito come sappiamo dal capitale sociale e da tutte le altre voci patrimoniale che nel tempo si formano, come le riserve (di capitale o di

- utili) e dagli utili non distribuiti e non destinati a capitale, il cosiddetto autofinanziamento; rappresenta un elemento particolare nello schema, in quanto normalmente si tratta di una fonte stabile e duratura di finanziamento che non si può classificare né nella gestione operativa né in quella finanziaria;
2. Le passività operative non correnti. Sono costituite da tutti i debiti di funzionamento relativi all'attività tipica aziendale e che hanno una scadenza superiore a 12 mesi. Rientrano in questa fattispecie anche i fondi per rischi ed oneri che presumibilmente si manifesteranno successivamente ai 12 mesi, ed i risconti passivi per la parte di ricavi anticipati pluriennali non imputabili all'esercizio successivo;
 3. Le passività operative correnti. Sono formati da tutti i debiti di funzionamento destinati ad estinguersi entro i successivi 12 mesi; In questa voce rientrano i ratei passivi ed i risconti passivi di competenza del periodo successivo a quello di analisi, nonché tutti gli altri debiti verso i fornitori ed i fondi ed oneri con scadenza entro i 12 mesi;
 4. Le passività finanziarie non correnti. Sono tutti quei debiti, appunto di finanziamento, che sono utilizzati per effettuare investimenti di medio-lungo periodo, che hanno un rientro di capitale superiore ovviamente ai 12 mesi; particolare attenzione andrebbe posta ai debiti verso i soci, che solitamente non presentano una scadenza precisa di restituzione: pur non essendo assimilabili ad aumenti di capitale ci si avvicinano molto, essendo questi utilizzati come forma per non vincolare definitivamente alla società risorse proprie dei soci, ma che nella sostanza permangono nell'azienda fino a quando ci sia necessità di avere delle risorse finanziarie a costo zero da utilizzare. A volte questi debiti troverebbero una collocazione più idonea tra le poste del patrimonio netto, specialmente quando sia presente (e spesso lo è) la clausola di postergazione del debito rispetto a quelli verso terzi;
 5. Le passività finanziarie correnti. Sono rappresentate da debiti a breve, esigibili entro 12 mesi, assunti per far fronte a temporanee esigenze di liquidità. In questa voce devono essere inserite anche le quote dei debiti finanziari non correnti scadenti nei successivi 12 mesi.

In conclusione, anche in questo caso come nello schema di riclassificazione secondo il criterio finanziario, particolare attenzione dovrà essere posta alla collocazione di alcune

voci di bilancio previste dallo schema civilistico all'interno della categoria esatta, come già appena accennato: i *crediti verso soci per versamenti ancora dovuti* possono collocarsi fra le attività correnti o meno della gestione operativa, a seconda che la data prevista di versamento sia inferiore o superiore ai dodici mesi. Questo perché questi crediti sono relativi a versamenti di capitale sociale, che ha come scopo primario quello di finanziare l'attività caratteristica dell'impresa; le *immobilizzazioni* che saranno alienate nei successivi dodici mesi dovranno essere collocate fra le attività correnti. Bisognerà inoltre fare attenzione a separare da queste le *immobilizzazioni finanziarie*, che come le *attività finanziarie non immobilizzate* e le *disponibilità liquide* andranno inserite nelle attività della gestione finanziaria. Andranno infine considerate le *immobilizzazioni immateriali* rappresentate da diritti che giungano a scadenza nel medesimo periodo e per le quali non sia possibile o previsto il loro rinnovo, che andranno inserite fra le attività operative correnti; le *rimanenze di magazzino*, se presentano un tasso di rotazione superiore ai dodici mesi o se sono costituite da beni obsoleti o difficilmente vendibili possono e devono essere collocate fra le attività non correnti, così come la parte dei *risconti attivi e passivi* pluriennali; i fondi per rischi ed oneri ed il fondo per il TFR devono essere ripartiti separando la parte in scadenza nei dodici mesi successivi, che andrà nelle passività correnti, dalla restante parte che invece andrà nelle passività non correnti. Anche in questo caso, a seconda della tipologia dell'incarico conferito all'analista, della disponibilità o meno di ulteriori informazioni oltre quelle desumibili dal bilancio e dalla qualità di quelle presentate, alcune di queste voci potranno o meno essere adeguatamente collocate, riflettendosi nuovamente sul livello di precisione dei risultati dell'analisi.

Pur non potendo utilizzare appieno tale schema nell'analisi del caso pratico, si è scelto di approfondirne le logiche interne per la presenza di alcuni aggregati che potranno essere rilevati dalla lettura dei bilanci della società oggetto di studio.

2.2. La riclassificazione del Conto Economico

Anche per quanto riguarda il Conto Economico la dottrina ha sviluppato vari schemi di riclassificazione, tutti finalizzati ad evidenziare dei risultati economici da un punto di vista particolare.

Come in precedenza per lo Stato Patrimoniale, anche per il Conto Economico bisognerà procedere ad una riclassificazione delle poste presentate nello schema civilistico ex art.

2425 del c.c., aggregando e disaggregando secondo le esigenze informative del caso. In questo caso, tuttavia, gli aggiustamenti da effettuare sono meno complessi, visto che lo schema civilistico si presenta già con una forma a scalare detta a costi, ricavi e rimanenze, con i componenti negativi di reddito rilevati per origine.

Tale schema, denominato “a costi e ricavi della produzione effettuata” a forma scalare è stato scelto dal legislatore fra le quattro alternative proposte dalla IV direttiva comunitaria, preferendolo al medesimo a sezioni contrapposte ed a quelli “a costi e ricavi del venduto” a forma scalare ed a sezioni contrapposte¹⁶.

Tabella 2.3 – Schema sintetico di Conto economico ex art. 2425 c.c.

A - Valore della produzione
B - Costi della produzione
Differenza tra valori e costi della produzione (A - B)
C - Proventi e oneri finanziari
D - Rettifiche di valore di attività finanziarie
E - Proventi e oneri straordinari
Risultato prima delle imposte (A - B +/- C +/- D +/- E)
Imposte sul reddito dell'esercizio;
23 - Utile (perdita) dell'esercizio.

Come si evince dalla tabella 2.3, la forma scalare permette di evidenziare i risultati dell'area operativa (A – B), di quella accessoria, (ottenibile dalla differenza fra la voce A.5 Altri ricavi e la voce B.14 oneri diversi di gestione) di quella finanziaria (sommando i risultati della gestione finanziaria (C) e delle rettifiche di valore delle attività finanziarie (D)) ed infine di quella straordinaria; quest'ultima è evidenziabile solo nel conto economico e non nello stato patrimoniale, in quanto risulta difficilmente ipotizzabile una attività o una passività “straordinaria” nello Stato Patrimoniale. Un immobile ad uso abitazione, estraneo all'attività aziendale tutt'al più potrà generare degli effetti economici “straordinari” come una plusvalenza, ma nello Stato patrimoniale verrà classificato fra le attività della gestione “accessoria”.

¹⁶ La scelta della forma a scalare rispetto a quella a sezioni contrapposte è stata dettata da motivazioni di chiarezza ed immediatezza di lettura che la stessa permette, evidenziando i risultati intermedi per area di gestione; lo schema “a costi e ricavi del venduto” non è stato ritenuto idoneo “*sia per la sua forse eccessiva originalità rispetto alle scelte degli altri Paesi, sia perché avrebbe appesantito il lavoro di rilevazione contabile delle imprese, costringendole a raggruppare i costi sia per destinazione che per natura*” Commento all'art. 7 della Relazione Ministeriale accompagnatoria ad D. Lgs. 127/1991, rinvenibile in www.normattiva.it.

Ciò nonostante, il conto economico “civilistico” non è idoneo ad essere utilizzato direttamente ai fini dell’analisi delle performance aziendali per le seguenti ragioni:

- perché manca l’evidenza del risultato operativo: il saldo tra valori e costi della produzione ottenuta è influenzato anche da proventi e oneri appartenenti alla gestione accessoria;
- la distinzione tra componenti ordinari e straordinari di reddito realizzata dal legislatore nazionale non risulta compatibile con le esigenze dell’analista finanziario. Infatti, secondo la corretta interpretazione fatta propria anche dai principi contabili nazionali emanati a suo tempo dal Consiglio Nazionale dell’Ordine dei Dottori Commercialisti (CNDC), la straordinarietà di proventi e oneri non si riferisce all’eccezionalità o all’anormalità dell’evento, ma all’estraneità della fonte del provento o dell’onere dell’attività ordinaria dell’impresa¹⁷. Quindi, la corretta imputazione di voci che a prima vista potrebbero sembrare “eccezionali”, come per esempio un’importante perdita su cambi, deve essere fatta rientrare fra le voci della gestione operativa e non fra quella della gestione straordinaria. Ai fini dell’analisi di bilancio, invece, appartengono alla gestione straordinaria anche quelle componenti di reddito derivanti da operazioni che, pur da considerare parte – secondo quanto detto prima – della gestione operativa, sono caratterizzati dalla non ripetibilità o eccezionalità del loro accadimento. La nozione di reddito ordinario che deve essere presa in considerazione è pertanto quella che si basa sull’attitudine dell’impresa a riprodurre, nel futuro, i redditi passati, depurando il bilancio da tutte le altre voci contingenti;
- il risultato della gestione finanziaria deve comprendere esclusivamente la differenza tra costi e ricavi attinenti la struttura finanziaria dell’azienda (interessi passivi su prestiti ottenuti e interessi attivi su crediti commerciali) mentre i proventi e oneri derivanti da operazioni su titoli e dalla concessione di crediti finanziari, o svalutazioni e rivalutazioni di attività finanziarie appartengono, al pari delle componenti di reddito generate dagli altri investimenti estranei al core business dell’impresa, alla gestione accessoria;
- per analizzare correttamente le performance aziendali è necessario procedere alla scomposizione dei ricavi e costi operativi al fine di determinare ulteriori risultati parziali.

¹⁷ Tale interpretazione, necessaria per fare chiarezza sulla mancata identificazione dell’aggettivo “straordinario” da parte del legislatore civilistico, è presente all’interno del documento interpretativo del principio contabile nazionale n. 12 nella versione modificata dall’Organismo Italiano di Contabilità (OIC) – attuale responsabile dell’emanazione dei principi contabili nazionali - del 13 luglio del 2005, rintracciabile sul sito internet www.irdec.it, dell’istituto di ricerca dei dottori commercialisti e degli esperti contabili.

Nei prossimi paragrafi analizzeremo i vari schemi che possono superare le problematiche descritte, consentendo all'analista di ricavare dei dati più significativi.

Come si avrà modo di vedere, tra le varie riclassificazioni proposte l'unica che può essere utilizzata compiutamente da un analista esterno è la riclassificazione a valore aggiunto, perché è l'unica che non richieda informazioni aggiuntive rispetto a quelle già presenti nei documenti costituenti il bilancio d'esercizio. Lo schema a costo del venduto, infatti, presuppone che l'analista abbia a disposizione delle informazioni provenienti dalla contabilità generale e direzionale dell'impresa, per poi modellare lo schema scelto sulla singola realtà aziendale oggetto di analisi; avrà quindi un significato il suo utilizzo solo quando si avranno a disposizione anche queste informazioni riservate.

2.2.1. Riclassificazione a Valore Aggiunto

La riclassificazione del conto economico a valore aggiunto è, analogamente al conto economico civilistico, un modello a “ricavi e costi della produzione ottenuta”. E' quasi sicuramente lo schema più utilizzato per le analisi di bilancio, perché può essere utilizzato facilmente anche da un analista esterno e perché presenta delle correlazioni significative con lo schema di riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio funzionale. Partendo dall'analisi delle fasi del ciclo produttivo (Acquisizione dei fattori produttivi – Trasformazione – Vendita dei prodotti finiti/servizi), rispetto allo schema ex. articolo 2425 c.c., prevede una classificazione dei costi operativi in esterni ed interni¹⁸ al fine di ottenere due ulteriori grandezze intermedie - il valore aggiunto e il margine operativo lordo - particolarmente utili ai fini dell'analisi reddituale. Queste due grandezze evidenziano il contributo delle risorse esterne alla creazione del valore aggiunto la prima, il contributo delle risorse interne al risultato di esercizio la seconda.. Il “valore aggiunto” esprime infatti la capacità dell'azienda di creare ricchezza ed è pari alla differenza fra i ricavi operativi ed i costi sostenuti per l'acquisizione delle risorse esterne (fattori a fecondità semplice e servizi). L'obiettivo dell'azienda deve essere quello di creare una ricchezza tale da poter

¹⁸ Convenzionalmente i costi per fattori interni sono rappresentati da tutti i fattori strutturali (ammortamenti) nonché i fattori correnti relativi al lavoro del personale dipendente; i costi per fattori esterni sono invece costituiti da tutti i fattori correnti di esercizio fatta eccezione del lavoro dipendente e dei costi relativi alle immobilizzazioni materiali ed immateriali; sono rappresentati quindi, in sintesi, dai costi delle materie utilizzate, costi per i servizi utilizzati nella varie fasi del processo produttivo – come gli affitti dei locali dedicati alla produzione, la logistica, i costi commerciali e di gestione e coordinamento - costi per godimento beni di terzi, oneri diversi di gestione appartenenti all'area caratteristica.

remunerare tutti i fattori produttivi ed i vari stakeholders¹⁹; il valore che residua è il Valore Aggiunto dall'impresa attraverso la produzione, alla ricchezza dell'ambiente di sociale di riferimento. In un'azienda sana, esso deve essere in grado di:

- Retribuire il personale impiegato in azienda;
- Recuperare la quota di costo di competenza degli investimenti effettuati dall'azienda (ovvero la quota di ammortamento);
- Remunerare il capitale di terzi investito nell'azienda attraverso il pagamento degli oneri finanziari;
- Pagare le imposte e le tasse generate dal risultato aziendale;
- Remunerare il capitale proprio dell'azienda attraverso la corresponsione di dividendi congrui con il capitale investito;
- Garantire l'equilibrio finanziario generando un livello di autofinanziamento sufficiente;
- Coprire eventuali costi generati da eventi straordinari e non prevedibili.

Un'altra margine intermedio significativo è il Margine Operativo netto, cioè il valore disponibile (la "ricchezza" disponibile) dopo aver remunerato gli investimenti effettuati²⁰.

¹⁹ Sono definiti stakeholders tutti quei soggetti portatori di interessi nei confronti dell'azienda. Essi condizionano la gestione aziendale, assicurandone, in alcuni casi, la prosperità e lo sviluppo oppure, in altri casi, facendosi portatori di minacce. Fanno, ad esempio, parte di questo insieme: i clienti, i fornitori, i finanziatori (banche e azionisti), i collaboratori, ma anche gruppi di interesse esterni, come i residenti di aree limitrofe all'azienda o gruppi di interesse locali. Per una panoramica approfondita sul concetto di stakeholders e sulla corporate governance aziendale Cfr. Damiani M., "Impresa e corporate governance", Carocci ed., Roma, 2006 e Caramazza M, Carroli C., Monaci M., Pini F., "Management e responsabilità sociale", Il sole 24 ore ed, Milano, 2006.

²⁰ Gli investimenti come noto partecipano ai risultati economici di più esercizi, dispiegando la loro utilità nel corso del tempo. Sono per definizione i costi non monetari della gestione, cioè gli ammortamenti e gli accantonamenti.

Tabella 2.4 – Schema di Conto economico riclassificato a valore aggiunto

CONTO ECONOMICO A V.A.	
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	
Variazione rimanenze prodotti	
Variazione lavori in corso	
Incrementi di immobilizzazioni	
Altri ricavi	
VALORE DELLA PRODUZIONE EFFETTUATA	
Costi per materie prime e consumo	
Costi per servizi	
Costi per godimento beni di terzi	
Variazione materie	
Oneri diversi di gestione	
VALORE AGGIUNTO	
Costi per il personale	
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL o EBITDA)	
Accantonamenti per lavoro dipendente	
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	
Ammortamento immobilizzazioni materiali	
Svalutazioni	
Accantonamenti per rischi e altri	
MARGINE OPERATIVO NETTO (MON)	
Proventi finanziari	
Oneri finanziari diversi da quelli v/banche	
Rettifiche di attività finanziarie	
EARNING BEFORE INTEREST AND TAXES (EBIT)	
Oneri finanziari	
RISULTATO ORDINARIO	
Saldo proventi e oneri straordinari	
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	
Imposte dell'esercizio	
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	

Il conto economico riclassificato a valore aggiunto assume molta importanza nell'ambito dell'informativa sociale esterna aziendale, diventando una componente essenziale del "bilancio sociale" dell'impresa. Attraverso tale approccio i ruoli svolti dagli operatori coinvolti nella gestione dell'impresa sono interpretati in maniera profondamente diversa rispetto alle teorie aziendali tradizionali: i salari, gli stipendi, le imposte e gli interessi passivi non rappresentano più costi sostenuti dall'impresa che abbattano il valore dell'utile

d'esercizio, ma voci nella ripartizione della ricchezza prodotta dall'azienda, distribuita ai lavoratori, allo Stato ai finanziatori.

Attraverso i valori dei margini intermedi è possibile verificare il valore aggiunto che si distribuisce ad ogni fattore produttivo o portatore di interessi. Ognuno di questi margini ha un significato economico utile all'analisi aziendale.

Infatti se dal Valore Aggiunto sottraiamo i costi sostenuti per il personale otteniamo il Margine Operativo Lordo (MOL), conosciuto anche come *Earnings before, interests, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA); tale valore, non considerando i costi non monetari sostenuti dall'azienda rappresenta la misura dell'autofinanziamento operativo lordo che l'impresa è in grado di generare, anche se non tiene conto del disallineamento temporale esistente fra incasso dei ricavi e pagamento dei costi.²¹

Se dal MOL sottraiamo i costi non monetari sostenuti dall'azienda, ossia gli ammortamenti e gli accantonamenti a fondi, otteniamo il Margine Operativo Netto (MON). Questo margine rappresenta il risultato della gestione operativa di "competenza" del periodo.

Nella pratica operativa viene utilizzato come indicatore significativo il MOL e non il MON, perché quest'ultimo risente delle valutazioni soggettive degli amministratori assunte in relazione al periodo di ammortamento degli investimenti, delle perdite di valore presunte, dei rischi presunti, che possono far perdere significatività all'indicatore.

Continuando nell'analisi, sommando algebricamente al MON i proventi finanziari del periodo, gli oneri finanziari diversi da quelli verso le banche e le rettifiche di valore delle attività finanziarie otteniamo l'*Earnings before interests and taxes* (EBIT), che rappresenta il margine residuo utilizzato per remunerare gli ultimi due stakeholders esterni all'impresa, i terzi finanziatori che hanno apportato capitale di credito (banche, obbligazionisti, terzi finanziatori) e l'amministrazione finanziaria dello Stato.

Remunerati anche questi ultimi, rimarrà l'utile di esercizio che, sotto forma di dividendi, servirà a remunerare il capitale proprio dell'impresa.

Questo schema è il più idoneo ad essere utilizzato per l'analista esterno che si trova ad analizzare un'azienda avendo a disposizione solamente i dati di bilancio, perchè lavorando opportunamente i dati contabili attraverso le ulteriori informazioni presenti in nota

²¹ L'EBITDA è un indicatore molto utilizzato nell'ambito dei gruppi aziendali; in tali realtà imprenditoriali, si vuole conoscere il reddito prodotto depurato da elementi imposti da soggetti esterni all'impresa (interessi passivi, imposte sul reddito, ammortamenti e svalutazioni). Gli interessi passivi, e gli ammortamenti ai fini dell'analisi interna, sono normalmente in questi gruppi stabiliti dalla casa madre e tolti quindi dall'autonomia della singola impresa, per questo motivo si possono considerare come imposti da soggetti esterni all'impresa).

integrativa, è in grado di fornire risultati attendibili anche senza far ricorso a contatti diretti con il management aziendale.

Lo schema a valore aggiunto presenta anche delle correlazioni molto utili all'analista con lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale; entrambi sono infatti costruiti partendo da una logica di aggregazione dei valori per area gestionale, che permette il collegamento dei dati.

Infatti nella gestione operativa i ricavi ed i costi relativi si correlano al capitale operativo investito netto: il risultato operativo (ricavi – costi) rapportato a questa ultima grandezza è in grado di farci capire la remunerazione percentuale dell'attività principale dell'azienda, il c.d. *core business*;²² I ricavi finanziari possono essere rapportati alle corrispondenti attività finanziarie per verificare la redditività delle stesse, così come gli oneri finanziari saranno rapportati alle passività finanziarie per conoscere il costo complessivo del capitale di terzi; il risultato di esercizio potrà essere rapportato al patrimonio netto per conoscere il livello remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Tuttavia, pur essendo lo schema più utilizzato, alcuni autori non lo ritengono il più idoneo ad esprimere la realtà aziendale perchè, pur avendo notevoli qualità dal punto di gestionale e della comunicazione aziendale esterna per la notevole rilevanza sociale, non sarebbe in grado di fornire ai manager aziendali quelle informazioni che consentano di gestire in modo più efficace ed efficiente le risorse aziendali; tali autori gli preferiscono lo schema di riclassificazione a “costo e ricavo del venduto”²³.

Ci sentiamo di non condividere le opinioni di tali autori, in quanto tale schema di riclassificazione ci appare come il più idoneo per verificare la capacità di creare valore da parte dell'azienda, che in ultima analisi rappresenta il fine ultimo del suo operare. Inoltre, evidenziando dei risultati intermedi – come già detto – presenti anche nello schema di riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio funzionale, ci appare il più utile a confrontare i risultati della gestione economica con quelli della gestione patrimoniale e finanziaria.

Per tale motivo utilizzeremo questo tipo di schema nell'analisi dei bilanci della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A. che abbiamo scelto per applicare ad un caso pratico gli schemi esposti in questo capitolo e gli indici ed i quozienti che esporremo nel prossimo.

²² Per essere corretto tale valore deve ricomprendere nel risultato operativo anche le imposte, per via del fatto che anche crediti e debiti tributari rientrano nel Capitale operativo investito netto.

²³ Cfr. fra gli altri AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 80 e segg.

2.2.2. Riclassificazione a Costo del venduto e Ricavi

Questo tipo di riclassificazione è quello che fornisce la maggior utilità informativa ai fini gestionali, anche se come accennato anche questo schema è utilizzabile solo se è possibile attingere informazioni dalla contabilità aziendale, meglio se analitica.

La linea principale di riagggregazione dei dati contabili in questo schema è data dall'appartenenza degli stessi alla gestione caratteristica oppure a quella non caratteristica, che possiamo suddividere in gestione patrimoniale, finanziaria, non caratteristica per definizione (accessoria vera e propria) e gestione tributaria.

La gestione caratteristica è la gestione tipica dell'impresa, ovvero quella dell'attività per cui è stata costituita l'impresa e la cui massimizzazione del profitto dovrebbe essere l'obiettivo principale dell'impresa. Comprende non solo tutti i costi derivanti dall'attività vera e propria di produzione di beni/erogazione di servizi, ma anche tutti quei costi relativi a funzioni di supporto alla produzione, come quelli di approvvigionamento, di ricerca e sviluppo o quelli commerciali²⁴.

La gestione patrimoniale racchiude tutti i ricavi ed i costi inerenti investimenti patrimoniali non utilizzati nell'attività caratteristica dell'impresa e nei quali viene convogliata la liquidità aziendale (fabbricati civili, titoli, partecipazioni ecc...).

La gestione finanziaria comprende tutti i proventi ed oneri derivanti da crediti e debiti di natura finanziaria.

La gestione non caratteristica per definizione comprende invece tutti quei ricavi e costi estranei e residui della vita aziendale: i proventi ed oneri straordinari ma anche i proventi ed oneri derivanti dall'attività ordinaria ma estranei a quella caratteristica, come per esempio le plusvalenze o le minusvalenze derivanti da cessioni di cespiti utilizzati nell'attività ordinaria e sostituiti nell'ambito del periodico aggiornamento dell'attività produttiva.

La gestione tributaria infine accoglie tutte le imposte sul reddito di competenza dell'esercizio, senza considerare le imposte di natura patrimoniale e le tasse che, per definizione, si pagano a fronte dell'erogazione di un servizio pubblico.

Tale suddivisione per aree di gestione consente di evidenziare i risultati delle singole gestioni ed il loro contributo alla formazione del risultato economico d'esercizio,

²⁴ Devono anche essere inseriti in questa gestione i c.d. "overhead cost", cioè quei costi che nei gruppi aziendali la casa madre ribalta – in via extracontabile e senza contropartite monetarie – alle filiali o alle controllate, come contropartita di quei servizi che svolge per poter permettere alle controllate di svolgere la propria attività produttiva. Per un approfondimento Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 92 e segg.

permettendo di superare le problematiche che impediscono di utilizzare lo schema di conto economico civilistico per le analisi di bilancio, già descritte nel paragrafo 2.2²⁵

Tabella 2.6 – Schema di Conto economico riclassificato a costo del venduto e ricavi

CONTO ECONOMICO A MARGINE LORDO DI CONTRIBUZIONE	
Ricavi operativi	
Rimanenze finali di prodotti finiti ed in corso di lavorazione	+/-
Costo del venduto	-
<i>Consumo di materie prime</i>	
<i>Mano d'opera diretta (parte costo del personale)</i>	
<i>Lavorazioni esterne</i>	
<i>Trasporti</i>	
<i>Costi commerciali</i>	
<i>Ammortamenti</i>	
<i>Manutenzioni</i>	
= Margine Lordo industriale	-
Costi generali	
<i>Costo personale amministrativo</i>	
<i>Costi amministrativi</i>	
<i>Costi di gestione e coordinamento</i>	
Saldo gestione patrimoniale	+/-
Ricavi gestione finanziaria	+
= Risultato operativo	+/-
Costi gestione finanziaria	
Saldo gestione non caratteristica per definizione	
= Risultato ante imposte	-
Saldo gestione tributaria	
= Utile d'esercizio	

²⁵ Attraverso la riclassificazione del conto economico “i componenti positivi e negativi di reddito vengono progressivamente e opportunamente aggregati, evidenziando non soltanto il risultato finale, ma anche, e soprattutto, il suo graduale e sistematico formarsi tramite la determinazione di risultati intermedi”. Cfr. Bandettini “Il Bilancio di esercizio”, CEDAM ed, Padova, 2004, pag. 341.

2.3. *Il Rendiconto Finanziario*

Come si avrà modo di vedere nel prossimo capitolo, gli indici, i quozienti ed i margini costruiti dai dati desunti dai prospetti riclassificati dello stato patrimoniale e del conto economico di un'azienda rappresentano uno strumento estremamente valido – usati congiuntamente - per un'analisi compiuta dello stato di salute economica, finanziaria e patrimoniale di una azienda.

Tuttavia questo tipo di analisi della realtà aziendale si basa su una prospettiva di tipo essenzialmente statico. Per essere in grado di esprimere un giudizio definitivo su un'azienda, bisogna porsi nella condizione di conoscere l'azienda anche da un punto di vista dinamico, soprattutto per valutare il grado di solidità finanziaria, effettuando una analisi dinamica per flussi²⁶.

Ciò è possibile effettuando una analisi dei flussi monetari, in entrata ed in uscita, che l'azienda ha avuto nel corso del periodo considerato, segnatamente i flussi di cassa che per la dottrina e la prassi sono ritenuti i più utili in una analisi di questo tipo²⁷; è questo il Rendiconto finanziario in termini di liquidità.

Una seconda configurazione del Rendiconto finanziario è quella in termini di capitale circolante netto (CCN), che analizza i flussi finanziari generati dalla gestione corrente e si compone di due parti: la prima mostra le variazioni intervenute durante l'esercizio nelle voci che formano il CCN, ossia le fonti e gli impieghi di circolante; la seconda mostra le variazioni intervenute all'interno delle singole voci del CCN (Tabella.2.8). Tale configurazione, pur non essendo ammessa dai principi contabili internazionali²⁸, rimane pur sempre uno strumento utile ad analizzare la sussistenza delle condizioni di equilibrio finanziario nel breve periodo.

Tornando al Rendiconto finanziario in termini di liquidità, l'interpretazione dei dati rivenienti dall'analisi dei flussi di cassa è estremamente semplice, mentre il calcolo degli stessi è complesso e richiede molta attenzione.

Il documento utilizzato per effettuare questa analisi è denominato Rendiconto Finanziario o *Statement of cash flow*, dove si suddividono i movimenti finanziari secondo la loro destinazione in operativi, finanziari e di investimento, si determinano attraverso il metodo

²⁶ Come è stato fatto notare da alcuni autori, l'utile è un'opinione – essendo influenzato da una serie di decisioni soggettive del management – la cassa è un fatto. Cfr. fra gli altri Caramiello C., “Il Rendiconto finanziario: analisi dei flussi di capitale circolante e di cassa”, IPSOA ed, Milano, 1989.

²⁷ Si intendono flussi di cassa tutte le entrate e le uscite di importi numerari e delle disponibilità liquide equivalenti, intese come elementi di natura finanziaria convertibili nel breve termine (massimo 3 mesi) e senza rilevanti oscillazioni di valore.

²⁸ Cfr. IAS/IFRS n.7 – Rendiconto finanziario.

diretto, ossia rilevando le operazioni contabili che individuano direttamente le entrate e le uscite monetarie, oppure attraverso il metodo indiretto, rettificando gli importi iscritti in bilancio. Determinare i movimenti finanziari secondo il metodo diretto comporta una attenta rilevazione delle entrate e delle uscite dalla contabilità generale dell'azienda, ed è utilizzabile solamente quando si hanno a disposizione informazioni inerenti la contabilità interna aziendale che ha prodotto poi il bilancio di periodo.

I metodi indiretti possono essere utilizzati anche da analisti esterni che, utilizzando gli schemi di bilancio riclassificati insieme alle altre informazioni rilevabili dalla nota integrativa, possono arrivare a costruire un rendiconto finanziario.

Tale documento, secondo quanto previsto dal principio contabile nazionale n. 12, andrebbe allegato alla nota integrativa anche se attualmente pochissime aziende lo fanno non essendo previsto come obbligo di legge.²⁹

Il Principio n. 12 spiega che il rendiconto finanziario ha lo scopo di evidenziare:

1. L'attività di finanziamento dell'impresa durante l'esercizio, espressa in termini di variazioni delle risorse finanziarie disponibili;
2. La parte di variazione di tali risorse causata dall'attività produttiva di reddito svolta durante l'esercizio;
3. L'attività di investimento dell'impresa nell'esercizio;
4. Le variazioni intervenute nella situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa;
5. Le correlazioni esistenti fra le fonti di finanziamento e investimenti effettuati.

Nella tabella 2.7 è presentato uno schema di rendiconto finanziario realizzato partendo dai dati presi dallo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale ed il conto economico riclassificato secondo il metodo del valore aggiunto.

²⁹ Cfr. principio contabile nazionale n. 12 nella versione modificata dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) *cit.* Grande importanza viene data al documento anche dai principi contabili internazionali, tanto che il principio IAS/IFRS n.7 vi è interamente dedicato. Cfr. AA.VV., "IAS/IFRS: problemi e opportunità", Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2006.

Tabella 2.7 – Schema di Rendiconto finanziario con metodo indiretto per aree gestionali

RENDICONTO FINANZIARIO
Margine operativo netto (MON)
+ Ammortamenti
AUTOFINANZIAMENTO OPERATIVO LORDO
Imposte di competenza
AUTOFINANZIAMENTO OPERATIVO NETTO
- Variazione CCN operativo
+ Variazione fondo per TFR
+ Variazione altri fondi
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO CORRENTE (FCOC)
- Acquisto e vendita di imm.ni mat. e immat.
+ Plus/minus valenze da cessione di imm.ni
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO
- Acquisto e vendita di attività finanziarie
+ Proventi e oneri finanziari
FLUSSO DI CASSA ORDINARIO
+ Proventi e oneri straordinari
FLUSSO DI CASSA AL SERVIZIO DEL DEBITO
- Rimborso debiti finanziari
+ Accensione debiti finanziari
- Oneri finanziari
FLUSSO DI CASSA AL SERVIZIO DELL'EQUITY
- Distribuzione di utili e riserve
- Rimborsi di capitale sociale
+ Aumenti di capitale sociale
VARIAZIONE DEL SALDO DI CASSA

Senza addentrarci nell'analisi di tale schema facciamo notare che tutte le voci componenti questo schema sono state descritte nei paragrafi dedicati all'analisi dello schema riclassificato dello stato patrimoniale secondo il criteri funzionale (2.1.2) e del conto economico riclassificato a valore aggiunto (2.2.1), eccetto la voce relativa al Capitale Circolante Netto operativo (CCN), che verrà compiutamente analizzata nel prossimo capitolo trattandosi di un margine utilizzato per verificare il livello di liquidità di una azienda³⁰.

³⁰ Per un'analisi più approfondita del rendiconto finanziario e sulle sue interazioni con le analisi di bilancio, Cfr. Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu P., "Analisi di bilancio e rendiconti finanziari", Giuffrè ed, Milano, 2006.

Tabella 2.8 – Schema di Rendiconto finanziario in termini di variazioni del Capitale Circolante Netto (CCN)

RENDICONTO FINANZIARIO in termini di variazioni del CCN
Utile netto
Ammortamento dell'esercizio
Variazione dei fondi
CCN generato dalla gestione reddituale
Assunzione di debiti finanziari
Aumento di capitale
Valore netto contabile dei cespiti venduti
A. Fonti di finanziamento
Acquisto di cespiti
Pagamento TFR
Pagamento dividendi
B. Impieghi
C. Variazione del capitale circolante netto (A + B)
<i>determinato da</i>
Cassa e banche
Crediti commerciali
Rimanenze
Risconti
D. Totale attività a breve
Finanziamenti a breve
Debiti commerciali
Ratei passivi
Fondi
Quota corrente dei finanziamenti a lungo termine
E. Totale passività a breve
F. Variazione (D + E)

C deve essere uguale a F

Utilizzeremo anche questo strumento di analisi nel nostro caso di studio, grazie alle numerose informazioni presenti nei bilanci depositati dal 2005 al 2009 dalla società i Viaggi del Ventaglio S.p.A.

3. Gli indicatori per l'analisi di bilancio

In questo capitolo esporremo brevemente i vari strumenti utilizzati per effettuare l'analisi di bilancio. Partiremo dai margini e gli indici utilizzati per analizzare la situazione finanziaria dell'impresa, continuando con quelli utilizzati per analizzarne quella economico-reddituale, soffermandoci poi su una tecnica di valutazione più dinamica, quella effettuata attraverso i flussi, di cassa o finanziari (o del Capitale Circolante Netto).

Come apparirà evidente dalla descrizione dei vari indicatori, i loro valori assumono un significato nell'ambito di un'analisi congiunta dei loro risultati, che devono essere letti ed interpretati correttamente per fornire un quadro completo dello stato di salute della realtà aziendale su cui si applicano.

Perciò tali strumenti verranno utilizzati per analizzare il nostro caso pratico esposto nel capitolo successivo congiuntamente, con l'obiettivo finale di capire se un'analisi approfondita degli stessi avrebbe potuto fornire degli indizi sul reale (e cattivo) stato di salute de I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

3.1 Gli indicatori finanziari

Attraverso lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario possiamo effettuare l'analisi finanziaria dell'azienda, confrontando fra loro gli aggregati evidenziati dalla riclassificazione. Lo scopo principale di questa analisi è la verifica dell'equilibrio finanziario dell'azienda, sia nel breve quanto nel medio-lungo termine; gli strumenti per raggiungerlo saranno di seguito analizzati suddividendoli a seconda che la loro valenza informativa riguardi il breve oppure il lungo periodo.

3.1.1 L'equilibrio finanziario a breve termine

Un'impresa è in equilibrio finanziario se è in grado di far fronte ai propri impegni di breve periodo (debiti di funzionamento e la quota annuale di quelli di finanziamento) attraverso l'utilizzo delle sole attività a breve termine (crediti, rimanenze e disponibilità liquide). L'analisi di questa capacità è "l'attitudine a fronteggiare le uscite imposte dallo

svolgimento della gestione, tempestivamente e in modo economico”, attraverso la “capacità di disporre, economicamente e in ogni istante, dei mezzi di pagamento necessari e sufficienti agli effetti del conveniente esplicarsi della gestione medesima”.¹

Situazioni di squilibrio finanziario possono portare anche l’impresa verso una crisi irreversibile di liquidità che di solito preannuncia l’insolvenza dell’impresa², per questo motivo l’equilibrio finanziario a breve termine assume un’importanza forse addirittura superiore di quello a medio-lungo termine.

L’equilibrio finanziario a breve termine può essere analizzato sia attraverso l’utilizzo di margini che di indici, di cui di seguito esporremo le caratteristiche salienti.

3.1.1.1 Il margine e l’indice di disponibilità

Un primo, semplice, confronto che si può effettuare una volta riclassificato lo stato patrimoniale è quello fra l’attivo a breve (o corrente) ed il passivo a breve (o corrente).

$\text{MARGINE DI DISPONIBILITÀ} = \text{Attivo a breve} - \text{Passivo a breve}$
--

Il valore assoluto risultante da questo confronto, detto Margine di disponibilità, ci informa sul grado di correlazione fra impieghi e fonti e quindi se i fabbisogni aziendali a breve siano o meno equilibrati, cioè se gli impieghi a breve siano o meno interamente finanziati dalle fonti a breve³.

Nell’attivo a breve devono essere incluse anche le rimanenze di magazzino; per questo motivo potrà esprimersi un giudizio totalmente positivo sul valore del margine di disponibilità solo se quest’ultimo sarà positivo per un valore pari ad almeno il valore delle rimanenze di magazzino presenti. Ciò significherebbe che le rimanenze siano finanziate o da passività non correnti – che presentano una scadenza sicuramente più lunga del tempo

¹ Entrambe le citazioni virgolettate sono tratte da FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè ed., Milano, 2006

² Per valutare quanto gli squilibri finanziari incidano sulle crisi di impresa Cfr. SCIARELLI S. “*La crisi d’impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*”, Cedam ed., Padova, 1995, pag. 20 e segg..

³ E’ evidente la ragione per la quale ci debba essere un equilibrio fra impieghi e fonti a breve. Finanziare un investimento in un bene durevole, che tornerà completamente liquido solo dopo un periodo di tempo lungo, con delle fonti a breve termine, che dovranno quindi essere rimborsate entro 12 mesi, comporterebbe alla scadenza di queste ultime l’impossibilità di rimborsarle per mancanza di liquidità. Per questo motivo ad investimenti nel lungo periodo devono corrispondere fonti che siano rimborsate anch’esse nel lungo periodo. Cfr. CAVALIERI E., *Economia aziendale, vol. I e II*, Giappichelli ed., Torino, 2000.

necessario a rendere liquido il magazzino - o dal patrimonio netto aziendale, che come sappiamo non ha scadenze. La tabella 3.1 mostra con un esempio visivo questo squilibrio esistente con parte degli impieghi a breve finanziati con fonti a lungo termine⁴.

Tabella 3.1 – esempio di Margine di disponibilità positivo

ATTIVO A BREVE	PASSIVO A BREVE
	PASSIVO A LUNGO
ATTIVO A LUNGO	PATRIMONIO NETTO

Per facilitare l'analisi dei risultati ottenuti e garantirne una maggiore confrontabilità nel tempo e nello spazio, gli analisti invece di utilizzare il Margine di contribuzione utilizzano l'Indice di contribuzione, che rapporta l'attivo a breve al passivo a breve, ottenendo così un valore sintetico molto semplice ed immediato da interpretare.

<p>INDICE DI DISPONIBILITA' = $\frac{\text{Attivo a breve}}{\text{Passivo a breve}}$</p>

Se un indice positivo è un segnale del tendenziale equilibrio fra fonti ed impieghi a breve, per avere una garanzia reale questo indice deve assumere un valore compreso fra 1,5 e 2, almeno nella realtà italiana⁵. E' chiaro che un giudizio compiuto non potrà essere dato se non si effettui un'analisi intertemporale dei valori assunti, se non si analizzi la situazione delle aziende che operano in mercati o che abbiano caratteristiche gestionali/produttive analoghe.

⁴ Questa situazione è naturalmente molto meno preoccupante rispetto a quella opposta, dove parte degli impieghi a lungo termine sono finanziati da fonti a breve termine. Si veda la nota 2 *supra*.

⁵ AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 171.

3.1.1.2 Il Margine e l'indice di tesoreria

Si può restringere l'analisi della disponibilità concentrandosi solamente sulla parte di attivo veramente liquida dell'azienda. In questo caso si confronteranno solamente le disponibilità liquide immediate e quelle differite⁶ con le passività a breve, non prendendo in considerazione le rimanenze di magazzino, disponibili ma in effetti non sempre liquide⁷.

$$\text{MARGINE DI TESORERIA} = (\text{Liquid. immediate} + \text{Liquid. differite}) - \text{Passività a breve}$$

Il margine di tesoreria in una azienda sana dovrebbe essere sempre positivo, in caso contrario ci troveremo di fronte un'impresa a rischio finanziario di insolvenza.

Anche in questo caso, al fine di facilitare la lettura e la confrontabilità gli analisti nella pratica utilizzano un indice, detto indice di liquidità, che rapporta le liquidità aziendali immediate e differite con le passività a breve termine.

$$\text{INDICE DI LIQUIDITA'} = \frac{\text{Liquidità immediate} + \text{liquidità differite}}{\text{Passività a breve}}$$

Non prendendo in considerazione le scorte, per avere una situazione generale positiva questo indice può assumere anche inferiori all'unità, essendo nella realtà italiana il parametro di riferimento medio intorno allo 0,7-0,8

E' chiaro che in assenza di magazzino questo indice coincide con l'indice di liquidità, rendendo quindi equivalente l'utilizzo dell'uno o dell'altro.

⁶ Le liquidità differite sono date da tutti i crediti esigibili entro 12 mesi, siano essi commerciali (verso i clienti), finanziari, tributari o derivanti dalla gestione non caratteristica. PODDIGHE F. (a cura di), "Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi", CEDAM ed., Padova, 2004.

⁷ O liquidabili al prezzo previsto/desiderato. Questo potrebbe essere dovuto a ragioni contingenti del mercato di riferimento oppure all'obsolescenza dei prodotti di magazzino.

3.1.1.3 Indice di durata media dei crediti e dei debiti commerciali

Per valutare adeguatamente un'azienda bisogna verificare l'equilibrio finanziario esistente fra i tempi di dilazione di pagamento accordati alla clientela e i tempi di dilazione di pagamento ottenute dai fornitori.

Per fare ciò si utilizzano due indici:

- La durata media dei crediti commerciali;
- La durata media dei debiti commerciali;

Il primo indice si ottiene confrontando il valore dei crediti commerciali esistenti al momento dell'analisi⁸, al lordo dell'eventuale fondo svalutazione crediti, con il valore delle vendite giornaliere, al lordo dell'IVA dovuta.

DURATA MEDIA CREDITI COMMERCIALI	= $\frac{\text{crediti commerciali al lordo f. sval. crediti}}{(\text{Ricavi} + \text{IVA})/360 \text{ gg}}$
-------------------------------------	--

Bisogna considerare anche il fondo svalutazione crediti perché è proprio in questo fondo che sono presenti quei crediti che allungano il tempo medio di incasso, senza si darebbe una visione distorta della realtà aziendale.

L'IVA invece va considerata perché i crediti verso i clienti, in una normale attività imprenditoriale soggetta all'imposta, sono comprensivi dell'IVA dovuta dal cliente; in alternativa si potrebbero considerare i Ricavi al netto dell'IVA scorporandola dai crediti, che rappresenta tuttavia un procedimento più complesso e soggetto ad errori del precedente.

La durata media dei debiti commerciali si ottiene con un procedimento di confronto analogo al precedente e con le stesse avvertenze per quanto riguarda l'IVA incorporata (questa volta) nei debiti.

DURATA MEDIA DEBITI COMMERCIALI	= $\frac{\text{debiti commerciali}}{(\text{acquisti m.p. e sussidiarie} + \text{IVA})/360 \text{ gg}}$
------------------------------------	--

⁸ Che in genere coincide con la fine dell'esercizio. Cfr. FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè ed., Milano, 2006

Anche in questo caso si usa aggiungere l'IVA agli acquisti di materie prime e sussidiarie. Confrontando la durata media di incasso e pagamento di crediti e debiti si possono capire le politiche commerciali attuate (o subite) dell'impresa ed il suo eventuale fabbisogno finanziario generato per esempio da una durata media di incasso dei crediti maggiore rispetto a quella di pagamento dei debiti⁹.

Un aspetto da non sottovalutare è la presenza dell'IVA sia per quanto riguarda i crediti che i debiti commerciali, che rappresenta nel primo caso (crediti commerciali) un debito verso l'erario e nel secondo caso (debiti commerciali) un credito verso l'erario. Una durata dei crediti commerciali maggiore dei debiti comporterà un impatto finanziario in quanto bisognerà anticipare l'IVA delle fatture di vendita emesse all'erario, generando così un ulteriore fabbisogno finanziario per l'impresa.¹⁰

3.1.2 L'equilibrio finanziario generale ed a lungo termine

L'equilibrio finanziario a lungo termine di una impresa rappresenta la capacità dell'impresa di finanziare i propri investimenti a lungo termine con appropriate fonti di finanziamento, che abbiano analoghe caratteristiche di scadenza. La presenza di questo equilibrio si ottiene attraverso un'analisi della solidità aziendale, verificando la composizione delle fonti, degli impieghi, della loro correlazione, e della correlazione fra fonti e redditività e fra impieghi e redditività.¹¹

⁹ Anche in questo caso, tuttavia, potrebbe non esserci necessità di ricorrere a finanziamenti. Per esempio potrebbe darsi che sia vero che i tempi di incasso dei crediti siano maggiori rispetto a quelli di pagamento dei debiti, ma se questi ultimi sono in valore assoluto una piccola parte dei ricavi di vendita si potrebbe lo stesso ottenere un equilibrio fra entrate ed uscite finanziarie. Cfr. Poddighe F. (a cura di), *“Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi”*, CEDAM ed., Padova, 2004, Parte Prima.

¹⁰ Per una panoramica sui meccanismi di funzionamento dell'IVA Cfr. Portale R. *“Imposta sul valore aggiunto 2009”*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2009; Fazzini E. *“Il diritto di detrazione nel tributo sul valore aggiunto”*, CEDAM ed, Padova, 2000.

¹¹ Naturalmente l'equilibrio finanziario si discosta ed ha un significato diverso dall'equilibrio patrimoniale e da quello economico, che tratteremo qui brevemente per ragioni di sintesi; l'equilibrio patrimoniale è dato dalla presenza di rapporti corretti tra impieghi e fonti di finanziamento, in cui le passività consolidate (debiti a medio/lungo termine) siano inferiori alle immobilizzazioni e le passività correnti (debiti a breve termine) inferiori all'attivo circolante; da rapporti ottimali tra capitale proprio e capitali di terzi in cui l'indebitamento non deve superare l'importo del patrimonio netto (azienda capitalizzata) e da - rapporti opportuni tra attivo immobilizzato e attivo circolante in cui le immobilizzazioni non devono superare l'attivo circolante (azienda elastica e flessibile). L'equilibrio economico invece si verifica quando nel medio/lungo periodo, all'interno dell'azienda, i ricavi coprono i costi consentendo un'adeguata remunerazione di tutti i fattori produttivi che hanno concorso alla sua realizzazione. Cfr. fra gli altri Di Cagno N., Adamo S., Giaccari F., *“Lezioni di economia aziendale”*, Cacucci ed., Bari, 2003.

3.1.2.1 La composizione delle fonti e degli impieghi

Studiare la composizione delle fonti e degli impieghi serve a capire se la struttura aziendale sia equilibrata rispetto al settore di riferimento.

Gli impieghi possono essere analizzati per capire il peso percentuale delle attività a lungo termine sul totale degli impieghi, attraverso un indice dato dal rapporto fra gli stessi, e per differenza capire anche il peso di quelle a breve termine.

INDICI DI COMPOSIZIONE DEGLI IMPIEGHI	<u>Attività a lungo termine</u>	<u>Attività a breve termine</u>
	Totale Impieghi	Totale Impieghi

Tali indici possono essere anche utilizzati in maniera più approfondita, utilizzando le singole voci che compongono i macroaggregati, per esempio rapportando il totale delle immobilizzazioni materiale o immateriali al totale degli impieghi. Confrontando i risultati ottenuti da tali indici con le medie di settore, abbiamo dei parametri di riferimento che possono servire per capire analogie e differenze rispetto alla concorrenza, fornendo importanti informazioni al management che possono facilitare l'assunzione di decisioni per migliorare la gestione aziendale.

Lo stesso procedimento può essere utilizzato per analizzare la composizione delle fonti, rapportando il valore dei mezzi finanziari interni ed esterni con il totale delle fonti.

INDICI DI COMPOSIZIONE DELLE FONTI	<u>Patrimonio Netto</u>	<u>Passività a lungo t.</u>	<u>Passività a breve t.</u>
	Totale Fonti	Totale Fonti	Totale Fonti

Il rapporto fra Patrimonio Netto e Totale delle Fonti indica il livello di autonomia finanziaria dall'esterno che l'impresa ha, mentre il secondo indica il peso delle passività a lungo termine sul totale delle fonti. Anche questi indici possono essere ulteriormente scomposti, analizzando più nel dettaglio il peso delle singole voci che compongono i macro aggregati Patrimonio Netto, Passività a breve e lungo termine. Anche in questo caso l'obiettivo è quello di confrontare i risultati ottenuti con le medie di settore, per capire analogie e differenze rispetto ai competitors¹².

¹² Per esempio l'indice di autonomia finanziaria può variare molto da settore a settore; secondo il campione scelto da Mediobanca per le analisi relative all'anno 2007, tale indice poteva assumere valori oscillanti fra il

Oltre a ciò, analizzando fonti ed impieghi siamo in grado di ottenere degli indici sintetici di verifica dell'equilibrio finanziario, correlando i loro valori.

Per esempio contrapponendo la somma delle passività a lungo termine e del patrimonio netto con l'attivo a lungo termine otteniamo il Margine di struttura, che può assumere naturalmente valori positivi o negativi.

$\text{MARGINE DI STRUTTURA} = (\text{Passivo a lungo} + \text{Patrimonio Netto}) - \text{Attivo a lungo}$
--

Tale margine, coincidendo nello stato patrimoniale il totale delle fonti con il totale degli impieghi, risulta evidentemente in stretta correlazione con il margine di disponibilità, come è evidente dalla tabella 3.1: i due margini avranno lo stesso segno in valore assoluto e lo stesso valore numerico, essendo complementari.

L'indice utilizzato per semplificare l'analisi dei risultati, in questo caso è l'indice di copertura dell'attivo a lungo termine, dato dal rapporto fra passivo a lungo termine più il patrimonio netto e il valore dell'attivo a lungo termine.

<p>INDICE DI COPERTURA DELL'ATTIVO A LUNGO TERMINE</p>	$= \frac{(\text{Passivo a lungo termine} + \text{Patrimonio netto})}{\text{Attivo a lungo termine}}$
--	--

Un valore positivo di questo indice dovrebbe essere superiore all'unità. Un valore inferiore, infatti, significherebbe che una parte dell'attivo a lungo termine sia finanziato con passivo a breve termine, una chiara situazione di squilibrio finanziario.

L'equilibrio finanziario globale dell'impresa può invece essere verificato attraverso il controllo dell'indice di indebitamento generale, che si ottiene confrontando il totale del capitale investito con il totale del patrimonio netto.

<p>INDICE DI INDEBITAMENTO GLOBALE</p>	$= \frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Patrimonio netto}}$
--	---

13,4% del settore impiantistico ed il 62% del settore dei trasporti. Alcuni analisti hanno comunque stabilito alcuni parametri di riferimento di massima per capire se il livello di autonomia finanziaria di un'impresa sia da monitorare o rientri in una situazione di normalità. Per un approfondimento Cfr. Giunta F. (a cura di), "Analisi di bilancio. Riclassificazione, indici e flussi", Volume 1, Centro Stampa Il Prato, Firenze, 2006, pag. 419 e segg.

Tale indice è a nostro parere piuttosto grezzo e presenta una scarsa capacità informativa, in quanto difficilmente si riesce a stabilire un valore dell'indice che garantisca un equilibrio finanziario, anche se alcuni autori si spingono a farlo. Una qualche valenza informativa potrebbe averla solamente attraverso un confronto intertemporale che evidenzi il suo andamento nel tempo, e possibilmente anche nello spazio, confrontandolo con quelli risultanti dai bilanci di altre realtà aziendali operanti nel medesimo mercato.

3.2 Gli indici reddituali

Dopo aver analizzato gli indici finanziari, per analizzare la redditività complessiva dell'azienda possiamo utilizzare una serie di altri indici che composti dai valori intermedi derivanti dalle riclassificazione del conto economico esposte nel capitolo precedente.

Di seguito si esporranno gli indici più utilizzati nell'analisi dei fatti aziendali, ricordando l'avvertenza che i loro valori assumono un significato nella prospettiva globale dell'impresa quando sono unitariamente considerati.

3.2.1 La Redditività del Patrimonio Netto (ROE)

La redditività del Patrimonio Netto o ROE¹³ si ottiene dividendo il Reddito Netto aziendale del periodo per il Patrimonio netto, cioè il patrimonio dei soci.

REDDITIVITA' DEL PATRIMONIO NETTO (ROE)	=	<u>Reddito Netto</u> Patrimonio netto
--	---	--

Tale indice rappresenta con tutta evidenza la capacità di creare reddito del capitale investito dai soci nell'azienda; tale remunerazione del capitale deve comprendere anche un premio per il rischio legato all'investimento del capitale nell'attività aziendale, che possiamo suddividere in una parte di rischio generico – riguardante lo svolgimento

¹³ Acronimo che deriva dalle iniziali della traduzione inglese *Return on Equity*.

dell'attività di impresa in quanto tale – e un'altra di rischio specifico legato al settore di attività dell'impresa.¹⁴

Questo indice è uno dei più utilizzati nell'analisi di bilancio, per la sua capacità di esprimere sinteticamente la redditività globale dell'azienda.

Questa capacità sintetica rappresenta allo stesso tempo il suo maggior pregio ed il suo maggior difetto.

E' un pregio per via della capacità sintetica unica che possiede per valutare velocemente o meno la profittabilità di un investimento in quella azienda, ma contemporaneamente l'eccessiva sintesi non consente di capire quali siano i fattori che hanno contribuito a quel risultato reddituale, che potrebbe essere generato da fattori non caratteristici e/o di natura straordinaria od occasionale, è qui si trova il suo più grande difetto.

Per considerare positiva l'andamento reddituale di una azienda bisogna che sia la sua gestione caratteristica ad avere un andamento positivo, e per verificare questa condizione il ROE deve essere approfondito evidenziando l'andamento delle due gestioni, caratteristica (operativa) e non caratteristica (non operativa).

Bisogna inoltre studiare anche il livello di indebitamento aziendale, in quanto un suo aumento riduce per forza di cose la percentuale di patrimonio netto, che come abbiamo visto è il denominatore dell'indice ROE; di conseguenza un aumento dell'indebitamento globale porterà ad una diminuzione del denominatore del ROE e quindi – a parità di tutte le altre condizioni – ad un aumento dell'indice stesso.

Possiamo quindi dividere il ROE in tre indici che evidenziano l'andamento dei tre fattori descritti, la gestione operativa, quella non operativa ed il livello di indebitamento.

ROE =	$\frac{\text{Reddito Operativo (RO)}}{\text{Capitale Investito (CI)}} \times \frac{\text{Reddito Netto (RN)}}{\text{Reddito Operativo (RO)}} \times \frac{\text{Capitale Investito (CI)}}{\text{Patrimonio Netto (PN)}}$
-------	--

Il primo indice (RO/CI) rappresenta la redditività del capitale investito, e viene denominato correntemente ROA, acronimo di *Return on Assets*; il secondo indice (RN/RO) rappresenta il peso proporzionale della gestione non operativa rispetto a quella operativa ed è

¹⁴ Per un approfondimento sulla determinazione di tale tasso in funzione del tipo di attività esercitata, Cfr. Beretta S., “*Valutazione dei rischi e controllo interno*”, Università Bocconi ed., Milano, 2004. Per un'analisi matematica del problema, Cfr. Cacciafesta F., “*Matematica Finanziaria (classica e moderna) per i corsi triennali*”, Giappichelli ed, Torino, 2006, Cap. VIII.

denominato Quoziente di incidenza della gestione non operativa rispetto all'operativa; il terzo ed ultimo indice (CI/PN) rappresenta il già citato quoziente di indebitamento¹⁵.

3.2.1 Il Quoziente di incidenza della gestione non operativa rispetto all'operativa

Questo quoziente (RN/RO) rappresenta il rapporto fra due valori assoluti, che come si è già avuto modo di accennare tende ad eliminare le distorsioni insite nel confronto fra valori assoluti, nel tempo e nello spazio. Dal rapporto fra due valori assoluti, invece, si ottengono dei valori depurati dall'influenza delle grandezze e riportati tutti ad un unico ordine di grandezza.

Questo quoziente di norma assume un valore inferiore ad 1, in quanto nella gestione non operativa sono sicuramente presenti sia gli oneri finanziari sia le imposte. Analizzandolo per più esercizi si potrà apprezzarne l'andamento: un suo incremento rappresenta un elemento positivo per l'impresa, una sua diminuzione un elemento negativo in quanto impatta direttamente sulla redditività aziendale¹⁶.

3.2.2 L'indice di redditività del capitale investito (ROA)

L'indice di redditività del capitale investito si ottiene rapportando il reddito operativo prodotto al totale del capitale investito nell'azienda.

REDDITIVITA' DEL CAPITALE INVESTITO (ROA)	=	<u>Reddito Operativo</u> Capitale Investito
--	---	--

¹⁵ Cfr. il paragrafo 3.1.2 e soprattutto il successivo paragrafo 3.3, sull'utilizzo della leva finanziaria per incrementare la redditività del patrimonio netto, nonché i suoi effetti complessivi sulla redditività aziendale.

¹⁶ L'aumento del reddito netto per un'azienda è sempre un fattore positivo, sia che dipenda dai risultati della gestione operativa sia che dipenda da quelli di quella non operativa. Dire che un aumento dell'indice in questione sia un fattore positivo per l'impresa non significa esprimere un giudizio globalmente positivo sull'andamento dell'azienda stessa; può anche capitare – in determinate circostanze - che un aumento dell'indice sia un segnale negativo della salute aziendale Per un approfondimento sull'interpretazione dell'indice Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 182 e segg.

Come in tutti i casi di indici che contrappongono un valore di reddito al capitale investito, anche in questo caso un aumento dell'indice rappresenta un segnale di andamento positivo della redditività aziendale, mentre una diminuzione un segnale di andamento negativo.

Questo indicatore serve nella pratica a capire il livello di remunerazione che l'impresa è in grado di generare per il capitale investito nella stessa, e se tale livello è adeguato agli investimenti effettuati, confrontandolo con i risultati degli altri *competitor* operanti nel mercato di riferimento.¹⁷

Il ROA è un indice abbastanza "grezzo", e non ci consente ancora di capire quale sia stato l'andamento della gestione caratteristica dell'impresa; per studiarla, il ROA può essere ulteriormente sviluppato dividendo il reddito operativo – al numeratore del rapporto - nelle due parti che lo compongono, il reddito prodotto dalla gestione caratteristica ed il reddito prodotto dalla gestione non caratteristica (patrimoniale e finanziaria).

La redditività della gestione caratteristica può essere studiata attraverso un apposito indice che rapporta il reddito prodotto dalla attività caratteristica al capitale impiegato nella attività caratteristica, denominato ROI, acronimo della locuzione *Return on Investment*.

Attraverso questo indice siamo finalmente in grado di esprimere un giudizio sull'andamento della sola gestione caratteristica dell'impresa.

Il Reddito prodotto invece dalle altre aree dell'impresa viene individuato con un metodo "indiretto", ossia residualmente come differenza fra il ROA ed il ROI.

In sintesi, l'andamento del ROA non spiegabile attraverso lo studio dell'andamento del ROI viene collegato per esclusione all'andamento della gestione finanziaria e patrimoniale.

3.2.3 La redditività della gestione caratteristica (ROI)

Come già accennato, la redditività della gestione caratteristica si osserva attraverso la formazione di un indice composto al numeratore dal reddito prodotto dalla gestione caratteristica ed al denominatore dal capitale investito nella gestione caratteristica.

¹⁷ Il capitale investito in ogni impresa varia a seconda della dimensione, del mercato di riferimento e delle modalità operative di gestione, nonché da altri fattori critici di successo propri all'impresa, conoscibili attraverso un'appropriata analisi dei fattori interni ed esterni del mercato di riferimento. Per un approfondimento Cfr. Pozzoli S. "*I fattori critici di successo*", Cedam ed., Padova, 1993.

REDDITIVITA' DELLA GESTIONE CARATTERISTICA (ROI)	= $\frac{\text{Reddito Operativo gestione caratteristica}}{\text{Capitale Investito nella gestione caratteristica}}$
---	--

Come già ampiamente descritto nei paragrafo 2.1 e 2.2 del Capitolo 2, il reddito della gestione caratteristica è dato dalla differenza fra i Ricavi generati dalla gestione caratteristica ed i relativi costi sostenuti.

Per identificare il capitale investito nella gestione caratteristica dobbiamo apportare invece delle modifiche al totale del capitale investito risultante dall'attivo dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario; dobbiamo infatti eliminare tutte quelle voci che producono redditi di natura diversa da quella operativa (o della gestione caratteristica).

Innanzitutto, andranno sottratte dal capitale investito l'attivo a breve e l'attivo a lungo patrimoniale, che rappresentano investimenti patrimoniali non caratteristici dell'attività dell'impresa, come per esempio titoli, partecipazioni e fabbricati civili, ed i crediti a breve ed a lungo termine di natura finanziaria – tipicamente prestiti – che non rappresentano di certo un'attività tipica di un'impresa industriale o commerciale¹⁸. Andrebbero eliminate anche le voci relative alla banca ed alla cassa, in quanto disponibilità non direttamente connesse ai cicli produttivi aziendali ma – almeno la prima – produttrice di interessi attivi e quindi di principio riconducibile alla gestione finanziaria o patrimoniale, anche se in questo caso si dovrebbe valutare attentamente la realtà aziendale oggetto di analisi.

Andranno poi eliminate, caso per caso, tutte quelle voci che non siano utilizzate per lo svolgimento della gestione caratteristica.

¹⁸ Naturalmente queste considerazioni non sono valide nel caso si stia analizzando un'impresa operante in campo finanziario, come una banca o una società di intermediazione finanziaria.

Tabella 3.2 – Determinazione del Capitale investito nella gestione caratteristica

CAPITALE INVESTITO TOTALE
(BANCHE ATTIVE)
(LIQUIDITA' DIFFERITE FINANZIARIE)
(LIQUIDITA' DIFFERITE TRIBUTARIE)
(LIQUIDITA DIFFERITE NON CARATTERISTICHE)
(ATTIVO PATRIMONIALE A BREVE)
(ATTIVO A LUNGO FINANZIARIO)
(ATTIVO A LUNGO TRIBUTARIO)
(ATTIVO A LUNGO NON CARATTERISTICO)
(ATTIVO A LUNGO PATRIMONIALE)
(VOCI A SE STANTI NON CARATTERISTICHE)
CAPITALE INVESTITO NELLA GESTIONE CARATTERISTICA (CIGC)

Dopo aver depurato tutte queste poste otterremo finalmente il valore del capitale investito nella gestione caratteristica dell'impresa, e saremo in grado di calcolare il ROI.

Dalla sua analisi possiamo comprendere come sia stata gestita l'attività caratteristica e che risultati siano stati prodotti, ma non riusciamo a capire le cause che hanno prodotto tali risultati.

In effetti, si può andare ancora più nel dettaglio analizzando quali siano gli elementi che influenzano l'andamento del ROI, che sono sostanzialmente due: una di natura reddituale che dipende dall'andamento dei ricavi e dei costi; un aumento dell'indice può infatti essere causato sia da un aumento dei ricavi che da una diminuzione dei costi. L'altro elemento invece è di natura patrimoniale, e dipende dalla gestione del patrimonio aziendale investito nell'attività caratteristica. Infatti, rifacendoci all'esempio precedente, un miglioramento del ROI potrà essere causato sia da un aumento di fatturato a parità di capitale investito nella gestione caratteristica, sia da una diminuzione del capitale investito a parità di fatturato prodotto. Per massimizzare il reddito prodotto bisognerà quindi sia massimizzare il margine reddituale (Ricavi – Costi) delle vendite sia utilizzare in maniera efficiente il capitale investito nell'attività caratteristica dell'impresa.

Tale duplice obiettivo di massimizzazione dovrà tener conto delle diverse caratteristiche di ogni settore economico, che presentano ognuno un preciso valore tendenziale dei due indici e rappresentano dei vincoli alle politiche di massimizzazione di entrambi gli indici. Ad esempio, le imprese industriali generalmente sono caratterizzate da una redditività delle

vendite estremamente elevata e da un indice di rotazione del capitale investito estremamente basso, a causa degli elevati importi investiti nell'attivo a lungo materiale; all'opposto, le aziende commerciali generalmente sono contraddistinte da un livello di redditività delle vendite non molto elevato e da un indice di rotazione del capitale investito estremamente alto, grazie ai pochi investimenti a lungo termine che generalmente vengono effettuati in questo settore.

Queste due caratteristiche possono essere studiate attraverso la lettura di due ulteriori quozienti derivanti dalla suddivisione del ROI, la redditività delle vendite (ROS)¹⁹ e l'indice di rotazione del capitale investito.

ROI =	$\frac{\text{Reddito Operativo della G.C. (ROGC)}}{\text{Ricavi della G.C.}} \times \frac{\text{Ricavi della G.C.}}{\text{Capitale Investito nella G.C.}}$
-------	--

3.2.3.1 La redditività delle vendite

Il primo fattore che compone il ROI è dato dal rapporto fra il Reddito Operativo della gestione caratteristica e i ricavi della gestione caratteristica, denominato ROS ed esprime la redditività delle vendite della gestione caratteristica, l'aspetto "reddituale" della redditività operativa della gestione caratteristica.

Analizzando l'andamento nel tempo di tale indice si può esprimere un giudizio sulla gestione dei costi e dei ricavi caratteristici, capendo se e quanto l'impresa abbia raggiunto gli obiettivi di massimizzare i ricavi a parità di costi e minimizzare i costi a parità di ricavi, che come detto sono i due fattori che influenzano il livello del reddito operativo.

Anche in questo caso l'andamento dell'indice mantiene quello classico di tutti gli indici che approfondiscono un aspetto reddituale dell'impresa, assumendo un significato positivo un suo aumento ed uno negativo una sua diminuzione.

REDDITIVITA' DELLE VENDITE (ROS)	$= \frac{\text{Reddito Operativo gestione caratteristica}}{\text{Ricavi della gestione caratteristica}}$
--	--

¹⁹ ROS è l'acronimo inglese della traduzione inglese *Return on Sales*.

L'andamento dei costi caratteristici può essere ulteriormente approfondito analizzando l'andamento delle singole voci di costo della gestione tipica dell'impresa rispetto ai ricavi della gestione caratteristica; non ci spingeremo tuttavia oltre in questa analisi dei singoli costi caratteristici perchè esula dagli scopi specifici del presente lavoro, rimandando alla letteratura specializzata chi volesse approfondire l'argomento²⁰.

3.2.3.2 L'indice di rotazione del Capitale Investito

Il secondo indice componente il ROI è, come già accennato, l'indice di rotazione del capitale investito nella gestione caratteristica, che è formato dal rapporto fra i ricavi della gestione caratteristica ed il capitale investito nella gestione caratteristica, e rappresenta l'aspetto "patrimoniale" della redditività operativa della gestione caratteristica già accennato precedentemente.

Tale indice esprime l'efficienza con cui è gestito il capitale investito nella gestione caratteristica, ed analizzandone l'andamento nel tempo si è in grado di esprimere un giudizio sulla sua più o meno efficiente gestione; sotto un altro punto di vista, rappresenta il numero di volte che il capitale investito nella gestione caratteristica riesce a "ruotare" tramite le vendite nell'arco di un esercizio. Intuitivamente, questo indice risponde alla semplice domanda "quanti euro di vendite sono stati prodotti per ogni euro di attività investite nell'impresa"?²¹

<p>INDICE DI ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO</p>	<p>= $\frac{\text{Ricavi della gestione caratteristica}}{\text{Capitale Investito nella gestione caratteristica}}$</p>
---	---

Questo indice si può suddividere in due sottogestioni, quella dell'attivo a breve termine e quella dell'attivo a lungo termine; il primo viene analizzato tramite un apposito indice, il secondo invece – come per il risultato della gestione non caratteristica analizzato nel precedente paragrafo 3.2.2 – viene definito e quantificato in via residuale, cioè come

²⁰ Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 193 e segg.

²¹ Cfr. Paravani E., *"Analisi finanziaria"*, McGraw-Hill ed., Milano, 2002, pag. 152.

differenza fra l'indice di rotazione totale del capitale investito meno l'indice di rotazione dell'attivo a breve termine.

L'indice di rotazione dell'attivo a breve termine è analogo all'indice riguardante l'intero capitale investito, ed è formato al numeratore dal totale dei ricavi della gestione caratteristica ed al denominatore dall'attivo a breve investito nella gestione caratteristica²².

INDICE DI ROTAZIONE DELL'ATTIVO A BREVE TERMINE	= $\frac{\text{Ricavi della gestione caratteristica}}{\text{Attivo a breve nella gestione caratteristica}}$
--	---

Anche in questo caso, per determinare correttamente il valore dell'attivo a breve investito nella gestione caratteristica bisogna depurare l'attivo a breve complessivo di tutte quelle voci che sono estranee alla gestione caratteristica, come i titoli e le partecipazioni a breve, i crediti finanziari, le liquidità immediate e differite, nonché tutte le eventuali altre poste estranee alla gestione caratteristica dell'impresa.

Le voci che più influenzano il valore dell'attivo a breve termine investito nella gestione caratteristica sono i crediti verso i clienti e le rimanenze di magazzino; attraverso il loro studio congiunto è possibile approfondire ancora di più le ragioni dell'andamento dell'indice dell'attivo a breve termine, e capire quale e come delle due voci ha contribuito a generare il risultato finale.

3.2.3.3 L'indice di durata media dei crediti (nell'analisi reddituale)

La gestione dei crediti verso i clienti si può analizzare attraverso un apposito indice, denominato durata media dei crediti, composto al numeratore dal valore dei crediti commerciali al lordo dell'eventuale fondo svalutazione crediti, ed al denominatore dal valore giornaliero delle vendite comprensivo dell'IVA dovuta. Tale indice esprime il numero medio di giorni di dilazione concessi ai propri clienti. Abbiamo già analizzato questo indice nella parte dedicata agli indicatori finanziari (par. 3.1.1.3) e rimandiamo a

²² Per un'esemplificazione pratica delle varie casistiche riscontrabili, Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 199 e segg.

quel paragrafo per la spiegazione dell'inserimento nell'indice del fondo svalutazione crediti e dell'IVA dovuta sulle vendite

Anche questo indice presenta un significato dell'andamento in tutto simile ai precedenti indici reddituali descritti, ovverosia un suo aumento esprime un valore positivo per l'impresa perché diminuendo il numero medio dei giorni di incasso si aumenta il livello di efficienza nell'utilizzo del capitale a breve termine investito nella gestione caratteristica, mentre una sua diminuzione rappresenta un fattore negativo per i risultati opposti che ottiene.

3.2.3.4 Il tasso di rotazione del magazzino

Per analizzare la gestione del magazzino possiamo utilizzare l'indice del tasso di rotazione delle materie prime, dei prodotti semilavorati, delle merci e/o dei prodotti presenti in magazzino, che evidenzia il numero di volte che il magazzino – per effetto della produzione e/o della vendita – viene svuotato completamente e reintegrato. Quanto più è alto il tasso di rotazione quanto minori saranno le scorte finali presenti, e quindi tanto minore sarà il capitale che dovrà essere durevolmente investito in questa attività.

L'indice, per qualsiasi tipo di categoria, è costituito al numeratore dal costo sostenuto per quella rimanenza ed al denominatore dal valore finale delle rimanenze a fine esercizio.

TASSO DI ROTAZIONE DELLE MATERIE PRIME	= $\frac{\text{Costi per acquisto materie prime}}{\text{Rimanenze finali di materie prime}}$
---	--

TASSO DI ROTAZIONE DEI PRODOTTI IN CORSO DI LAVORAZIONE	= $\frac{\text{Costi del prodotto finito}}{\text{Rimanenze finali di prodotti in corso di lavorazione}}$
---	--

TASSO DI ROTAZIONE DELLE MATERIE PRIME	= $\frac{\text{Costi del prodotto venduto}}{\text{Rimanenze finali di prodotti finiti/merci}}$
---	--

Anche questo indice assume un significato positivo quando aumenta ed uno negativo quando diminuisce²³. Naturalmente, andrà fatta molta attenzione al contesto di riferimento per dare dei giudizi sensati sul risultato dell'indice; esso infatti dipende dal tipo di attività svolta, dalle politiche di vendita attuate, da eventuali obblighi di gruppo o addirittura di legge.

3.3 La leva finanziaria

L'indebitamento aziendale può essere analizzato sotto due punti di vista, da quello di una scadenza coerente ad assicurare un equilibrio fra fonti ed fabbisogni e nella sua globalità per capire se il suo livello sia equilibrato rispetto al patrimonio dell'azienda. Il primo punto di vista è stato già analizzato precedentemente nei paragrafi 3.1.1.3 e 3.1.2, il secondo sarà analizzato sinteticamente di seguito.

Come abbiamo visto nel paragrafo 3.2.1 scomponendo il ROE uno dei tre elementi che lo compongono è il quoziente di indebitamento, uguale al capitale investito sul patrimonio netto (CI/PN).

Visto sotto un aspetto finanziario questo indice serve a valutare l'equilibrio finanziario generale dell'impresa; analizzandolo meglio, possiamo evidenziare come questo indice abbia anche un aspetto "reddituale", e cioè la sua capacità di creare – fino ad un certo livello – una leva finanziaria.

Ricordando la formula del ROE possiamo notare che ad un aumento del tasso di indebitamento, a parità degli altri indici, corrisponderà un aumento del ROE, che tuttavia subirà anche una flessione dovuta alla diminuzione del quoziente di incidenza della gestione non operativa rispetto all'operativa (RN/RO), causata da un aumento degli oneri finanziari connessi all'aumento dell'indebitamento.

ROE =	$\frac{\text{Reddito Operativo (RO)}}{\text{Capitale Investito (CI)}} \times \frac{\text{Reddito Netto (RN)}}{\text{Reddito Operativo (RO)}} \times \frac{\text{Capitale Investito (CI)}}{\text{Patrimonio Netto (PN)}}$
-------	--

²³ Per un approfondimento delle varie situazioni riscontrabili nella pratica, Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 205 e segg.

In questo doppio effetto si può analizzare l'effetto "reddituale" dell'indice di indebitamento. Senza addentrarci in analisi matematiche estranee allo scopo del presente lavoro²⁴, è evidente che la convenienza dell'impresa ad indebitarsi dipenda da due fattori:

- Il tasso a cui l'impresa si è indebitata;
- Il tasso di rendimento economico atteso dall'investimento effettuato con il capitale preso a prestito di terzi;

Il primo è facilmente conoscibile e si può identificare con il costo medio del capitale di finanziamento di terzi (oneri finanziari totali/debiti totali), la misura del secondo fattore si può quantificare con il tasso di redditività del capitale investito nell'azienda, ovvero il ROA.

All'impresa converrà indebitarsi quando il ROA atteso sarà superiore al costo del finanziamento.

Quindi l'impatto sul reddito di un aumento dell'indice di indebitamento sarà positivo e più che proporzionale se il ROA sarà maggiore del costo dell'indebitamento totale verso i terzi, mentre avrà un impatto negativo se il ROA sarà inferiore al costo dell'indebitamento totale. Quanto maggiore sarà la differenza fra ROA e il costo dell'indebitamento tanto maggiore sarà l'effetto leva finanziaria che l'impresa potrà ottenere da un aumento del livello di indebitamento.

Un giudizio sull'effetto leva finanziaria presente in un'azienda deve essere sempre complessivo e sistemico, deve cioè tener conto sia dei benefici derivanti dall'effetto "reddituale" del tasso di indebitamento sia degli effetti "finanziari", che potrebbero evidenziare dei seri squilibri; deve anche tener presenti i diversi effetti nel breve e nel lungo periodo, nonché analizzare i vari margini ed indici finanziari per verificare anche la capacità dell'impresa di onorare il servizio annuo del debito assunto²⁵. A parere di chi scrive la leva finanziaria andrà utilizzata mantenendo sempre un congruo margine di sicurezza, per evitare spiacevoli situazioni di difficoltà nel servizio del debito.

²⁴ La dimostrazione matematica dell'effetto "leverage" o leva finanziaria è stata provata dagli economisti Modigliani e Miller, nel loro famoso Teorema. Cfr. DALLOCCHIO M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni di impresa*, Egea ed, Milano, 1995

²⁵ Alcuni autori sostengono che effettuare una corretta analisi dell'effetto *leverage* bisognerebbe considerare anche l'effetto degli oneri finanziari impliciti costituiti da tutti i debiti verso terzi non esplicitamente onerosi, le cui poste maggiori sono costituite dai debiti verso i fornitori e dal Trattamento di Fine Rapporto (TFR) Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 219 e segg.

3.4 *L'analisi per flussi*

I Margini e gli indici che abbiamo analizzato fino ad ora sono utilizzati per effettuare le analisi di bilancio da una prospettiva “statica”, cioè analizzando l’impresa fermandone la sua vita ad un dato momento della vita aziendale, che per convenzione coincide con quello di redazione periodica del bilancio d’esercizio. Tale analisi, in grado di evidenziare aspetti importanti dell’andamento aziendale, deve essere effettuata considerando i risultati derivanti dagli indici in una prospettiva d’insieme, valutandone la complessità e le interazioni dei risultati ed armonizzandoli in un giudizio globale.

Nonostante il già notevole sforzo insito in tale lavoro, l’analisi risulta ancora incompleta e necessita di ulteriori informazioni sulla qualità e l’andamento delle entrate e delle uscite nel periodo considerato. Queste informazioni sono ottenibili con l’utilizzo dell’analisi dei flussi finanziari che, considerando non il valore della posta in un dato istante ma il suo andamento in un arco di tempo considerato sono denominati “dinamici” a differenza degli indici definiti “statici”; l’analisi dei flussi può essere effettuata considerando solo i flussi reali di risorse monetarie oppure anche i flussi finanziari in senso più ampio; nel primo caso sarà effettuata una analisi dei flussi di cassa in senso stretto, nel secondo saranno considerati anche tutti i flussi finanziari generati dalla nascita ed estinzione dei crediti e debiti di funzionamento aziendali. Quest’ultimi sono i flussi finanziari del capitale circolante netto.

Dottrina, principi contabili e prassi sono concordi nel sostenere la maggiore valenza informativa dell’analisi per flussi di cassa in senso stretto, in quanto l’analisi dei flussi finanziari non riesce a verificare la presenza o meno di forti squilibri monetari.

3.4.1 I flussi di cassa

I flussi di cassa misurano la liquidità generata o assorbita da un’impresa durante la sua gestione, e sinteticamente si ricavano dal confronto fra il risultato economico di un periodo

n (opportunamente modificato) e la variazione dello stock di cassa nei due periodi n-1 e n.²⁶

L'analisi dei flussi di cassa in senso stretto analizza solo le entrate e le uscite effettive monetarie che si sono succedute durante l'esercizio.

Per fare ciò l'analista deve in primis identificare e quindi eliminare tutti quei flussi finanziari apparenti che sono inseriti nel bilancio d'esercizio.

A titolo esemplificativo vanno eliminati tutti i fabbisogni apparenti di risorse monetarie, come tutti i flussi che hanno generato un aumento dell'attivo, una diminuzione del passivo, una diminuzione del patrimonio netto e tutti i costi d'esercizio, che ricordiamo sono elementi economici e non finanziari; andranno anche eliminati tutti quei flussi che originano fonti apparenti, come una diminuzione dell'attivo, un aumento del passivo, un aumento del patrimonio netto e tutti i ricavi.

Vanno successivamente eliminati i c.d. "flussi somma", cioè a somma zero perché sono una serie di flussi di segno opposto che si eliminano a vicenda²⁷.

I flussi di cassa reali così ottenuti andranno poi inseriti in un documento in grado di sintetizzare i risultati e renderli intellegibili anche ad un lettore non esperto di contabilità; questo documento è il Rendiconto Finanziario, già analizzato nel precedente capitolo.

3.4.2 Il Capitale Circolante Netto (CCN)

Il Capitale Circolante netto (CCN) è formato dalla differenza fra le poste dell'attivo circolante e quelle del passivo circolante. Come sappiamo rientrano nell'attivo circolante le disponibilità liquide (cassa, banca ecc), i crediti commerciali e tutti gli altri crediti a breve termini incassabili nei successivi 12 mesi. Nel passivo rientrano tutti i debiti a breve esigibili entro i 12 mesi. A nostro parere e come sottolineato anche da alcuni autori, il CCN da prendere a base per effettuare l'analisi dei flussi dovrebbe essere solo quello relativo alla gestione caratteristica, per omogeneità con i valori presi a base per effettuare l'analisi degli indici²⁸. In questo caso andranno eliminati dall'analisi tutte quelle voci di credito e debito non inerenti l'attività caratteristica. Questa metodologia di analisi non sembra

²⁶ Depurando il risultato economico da tutti quei costi non monetari che non comportano uscite finanziarie. Cfr. Broglia Guiggi A., "Cash flow: il contenuto monetario del risultato economico di esercizio", in Rivista dei Dottori Commercialisti n. 5/1995, pag. 987 -1007;

²⁷ Per un approfondimento sulle modalità operative di determinazione dei flussi di cassa reali Cfr. AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007, pag. 273 e segg.

²⁸ Si veda fra gli altri *supra*, pagg. 381 e segg.

particolarmente accurata ed espone ad una serie di possibili errori sull'interpretazione dei dati ottenuti, come già anche evidenziato dal documento del CNDC n. 12 inerente il rendiconto finanziario. Un esempio servirà ad esporre quali errori possa causare l'utilizzo dell'analisi dei flussi di cassa del CCN. Ipotizzando una società che nell'arco di tempo considerato sia partita con una dotazione di cassa pari a 100 e abbia avuto ricavi per 1000 non avendo incassato nulla e costi per 500, di cui 400 già saldati, a fine esercizio avremo un capitale circolante netto uguale a

$$100 (\text{cassa}) + 1000 (\text{crediti}) - 400 (\text{cassa}) - 100 (\text{debiti}) = 600$$

Se ci fermassimo a questo risultato non potremmo che dare un giudizio positivo sull'equilibrio finanziario dell'impresa che ha delle fonti pari 1.100 e dei fabbisogni pari a 500. In realtà, da un punto di vista monetario, l'impresa risulta in grave squilibrio finanziario, perché a fronte di una disponibilità di cassa ad inizio esercizio pari a 100, si trova ad aver avuto uscite durante il periodo pari a 400, con uno squilibrio pari - 300!²⁹

Il CCN è strettamente correlato con l'indice di disponibilità, in quanto rappresenta la differenza, positiva o negativa, fra attività e passività a breve termine, che sono rispettivamente il numeratore ed il denominatore dell'indice.

E' appena il caso di segnalare che un CCN negativo rappresenta un gravissimo fattore di squilibrio finanziario, perchè neanche la dismissione delle rimanenze di magazzino potrebbe servire a soddisfare totalmente i creditori sociali.³⁰

²⁹ L'esempio è stato riadattato da quello presente in PODDIGHE F. (a cura di), "Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi", CEDAM ed., Padova, 2004.

³⁰ FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè ed., Milano, 2006.

4. Un caso pratico: il gruppo “I Viaggi del Ventaglio S.p.A.”

Dopo aver brevemente illustrato le origini e le finalità dell’analisi di bilancio e le avvertenze per interpretare correttamente lo stato di “salute” di un’impresa, analizzato i principali schemi di riclassificazione dei documenti formanti il bilancio aziendale – lo stato patrimoniale ed il conto economico – ed aver infine descritto e commentato i principali indici patrimoniali, finanziari ed economici utilizzati per analizzare i dati di bilancio riclassificati, in questo capitolo applicheremo quanto detto alla realtà, analizzando come caso pratico i bilanci consolidati del quinquennio 2005-2009 dell’azienda “i viaggi del Ventaglio” S.p.A., (di seguito anche IVV) con l’obiettivo finale di capire se un’attenta analisi degli stessi avrebbe potuto far suonare dei campanelli di allarme alle orecchie degli investitori e delle strutture preposte a vigilare sul corretto svolgimento delle operazioni di borsa, segnatamente la CO.N.SO.B.¹, permettendo quindi di attivare con anticipo le procedure volte ad evitare il fallimento del gruppo turistico, cosa che si è purtroppo avverata il 15 luglio 2010.

4.1. *La storia del gruppo e il mercato di riferimento*

Il gruppo nasce nel 1976 per opera del Presidente Bruno Colombo, come operatore di viaggi di nicchia dal taglio culturale e naturalistico; dal 1987 la società sviluppa l’attività del settore villaggi/vacanza, aprendo il primo villaggio VentaClub, il Dominicus Beach a Santo Domingo, che segna l’inizio di una espansione nel settore con una serie di aperture di villaggi in tutte le aree del mondo che consentono, grazie all’introduzione nel format villaggio di una serie di innovazioni vincenti (abbinamento del volo charter al soggiorno mare, formula con trattamento All-Inclusive), di raggiungere la leadership nel settore della commercializzazione dei villaggi/vacanza.

¹ La Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB) ha come ruolo principale quello di vigilare sul corretto e trasparente funzionamento dei mercati finanziari italiani, controllando la corretta e veritiera informazione che gli emittenti prodotti finanziari devono fornire ai potenziali clienti, il rispetto delle leggi in materia di concorrenza, di abuso di informazioni privilegiate (insider trading) ed in generale di manipolazioni dei mercati, sanzionando i soggetti vigilati che commettono infrazioni; soprattutto – nel nostro caso – controlla che le informazioni fornite al mercato dai soggetti (società quotate) che fanno appello al pubblico risparmio e le informazioni contenute nei loro documenti contabili siano veritiere e corrette.

Gruppo Ventaglio a partire dal 1996 è cresciuto e si è sviluppato anche grazie ad una strategia di integrazione verticale a monte ed a valle² ed a una diversificazione di prodotto che ha portato all'acquisizione di importanti marchi del *tour operating* italiano come Columbus, Caleidoscopio, Utat Viaggi e Best Tours, della compagnia aerea Lauda Air con la creazione di Livingston Energy Flight, ed allo sviluppo di una rete di VentaPoint, un network di agenzie di viaggio di proprietà del gruppo.³

L'espansione lo ha portato ad essere quotato dal 2001 al mercato telematico azionario gestito da Borsa Italiana, ed a diventare nel 2005 il leader nel mercato nazionale del segmento "villaggi" ed il secondo tour operator a livello nazionale.⁴

Nei prossimi paragrafi esamineremo con maggior dettaglio l'andamento aziendale degli anni oggetto del presente studio, ossia il quinquennio che va dal 1 novembre 2004 – 31 ottobre 2009⁵.

4.2. L'andamento aziendale nel periodo 2005-2008

Dal 2004 il gruppo inizia ad accumulare una serie di risultati economici negativi, partendo da una perdita consolidata di 58,8 milioni di euro (2004), passando per una perdita di 49,4 nel 2005, ad una 11,3 nel 2006, un utile di 14,8 nel 2007 e una nuova perdita di 16,8 nel 2008.

L'esercizio sociale che parte dal 1 novembre 2004 fino al 31 ottobre 2005 è stato un anno che, al di là delle apparenze, ha visto il gruppo tenere bene il mercato nonostante la crisi che ha colpito il settore turistico in quell'anno, a causa dei ripetuti e gravissimi attentati terroristici verificatisi nell'area mediorientale (strategico per il gruppo) e anche di calamità naturali di notevole entità (lo Tsunami nel sud-est asiatico e 2 uragani nel golfo del Messico). Si legge in proposito nella relazione sulla gestione allegata un passaggio che riassume egregiamente quanto scritto: *"Dall'attentato di Taba del 7 ottobre 2004 che ha determinato un significativo calo di vendite per l'intero periodo invernale su Egitto e Mar*

² Varian H.R., "Microeconomia", Cafoscarina ed., Venezia 2002.

³ Tutte le informazioni sul gruppo de I Viaggi del Ventaglio sono state prese dai documenti ufficiali del gruppo, disponibili presso il sito internet <http://investor.ventaglio.com> fino al giorno della dichiarazione di fallimento, del 15 luglio 2010, deposita al Tribunale di Milano il giorno successivo.

⁴ Cfr. quanto riportato nella presentazione del profilo del gruppo a pag. 2 della Relazione e Bilanci del Gruppo. Disponibile fino al 15 luglio presso il sito internet della società e adesso presso la CCIAA di Milano.

⁵ Di norma l'impresa capogruppo, per avere il tempo materiale di raccogliere ed elaborare i dati di bilancio di tutte le imprese partecipanti al consolidato fiscale, ha una durata dell'esercizio sociale non coincidente con l'anno solare come invece quello delle imprese consolidate; per questo motivo I Viaggi del Ventaglio S.p.A. chiude l'esercizio sociale il 31 ottobre di ogni anno.

Rosso in particolare; lo Tsunami, che ha investito il Sud-Est asiatico, coinvolgendo anche una destinazione di successo quale le Maldive; l'uragano "Emily", che ha colpito le coste messicane nel mese di luglio, determinando la chiusura del villaggio Akumal gestito da Columbus; il gravissimo attentato di Sharm El Sheikh, che ha comportato il crollo, nel periodo di alta stagione e nei periodi successivi, delle presenze sulla destinazione Mar Rosso (principale destinazione per il Gruppo); da ultimo, il 20 ottobre scorso, la costa del Messico è stata interessata dall'uragano "Wilma", che ha determinato la chiusura, per circa due mesi, dei resorts Playa Maroma e Akumal".

Iniziarono già a manifestarsi i primi sintomi della crisi finanziaria del gruppo, che ha avuto la necessità di finanziare con un prestito a breve e medio termine il rimborso di un prestito obbligazionario triennale emesso nel 2002 dalla Ventaglio International S.A., società controllata da I Viaggi del Ventaglio S.p.A. Si legge infatti, sempre nella Relazione, che *"Unicredit Banca D'Impresa e Banca Intesa si sono contestualmente impegnate a fornire al nostro Gruppo linee di credito per complessivi 113 milioni di euro (per 82 milioni erogate da Unicredit e per 31 milioni da Intesa), in parte a breve (18 milioni di euro), erogate immediatamente, ed in parte con una durata a diciotto mesi (95 milioni di euro), erogate in corrispondenza della scadenza del prestito obbligazionario triennale da 100 milioni di euro emesso nel maggio 2002 da Ventaglio International SA"*.

Crisi che il gruppo già allora aveva iniziato ad affrontare pianificando la cessione di *assets* del gruppo, come la compagnia aerea Livingston Aviation Group S.p.A.⁶ e i villaggi vacanze (*resorts*) Playa Maroma (Messico) e Gran Dominicus (Repubblica Dominicana); i ricavi rivenienti dalla cessione di questi due villaggi erano già stati contrattualmente destinati a rimborsare questo prestito di 18 mesi concesso dalle due banche citate nella relazione.

Nonostante le prospettive positive evidenziate nel piano economico triennale 2006-2008 citato nella relazione 2005, l'anno 2006 si snoda e si conclude con una serie di eventi negativi per la società, causati dal lato della gestione operativa dal prolungamento della negativa situazione congiunturale del settore, sia dalla risoluzione del problema dell'eccessivo indebitamento finanziario del gruppo che, come scritto nella relazione, ha visto il management del gruppo *"continuativamente assorbito da attività straordinarie*

⁶ La Livingston Aviation Group S.p.A. è l'impresa capogruppo del gruppo Livingston, che fornisce i servizi centrali (amministrazione, gestione, commerciale, controllo di gestione, risorse umane e sistemi informativi) alle due compagnie aeree controllate LIVINGSTON S.p.A. e LAUDA AIR S.p.A; la prima concentra la propria attività sulle destinazioni di corto e medio raggio, mentre la seconda opera con tre Airbus A330-200 configurati in due classi di servizio per destinazioni di lungo raggio. Cfr. I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2005*, Milano, 2005, pagg. 24-25.

*mirate al perseguimento ed al consolidamento della continuità aziendale, attraverso una serie di operazioni susseguites in un arco temporale molto breve, volte al riequilibrio patrimoniale e finanziario della Società e di tutto il Gruppo”.*⁷

Problemi che da quanto emerge dalla relazione il gruppo ha affrontato adeguatamente, mantenendo la quota di mercato dell’anno precedente e addirittura aumentando il fatturato del settore turistico del 4% per quanto riguarda la gestione operativa; il problema dell’eccessivo squilibrio finanziario è stato invece affrontato con l’operazione di cessione del villaggio di Playa Maroma in Messico – che ha fruttato 43 milioni di euro subito girati alle banche creditrici - , con l’entrata del fondo patrimoniale americano Cornell Capital Partners come nuovo socio (con relativa sottoscrizione dell’aumento di capitale sociale a lui riservato deliberato il 15 dicembre)⁸ e con la firma dell’accordo di ristrutturazione del debito con le due principali banche creditrici firmato il 31 ottobre 2006.

Il giorno dell’accordo con il fondo Cornell, l’11 settembre 2006, sull’euforia di tale evento, il titolo aveva guadagnato in 2 mesi in borsa quasi il 54%.⁹

In effetti, il bilancio relativo all’esercizio 2007 presenta un significativo miglioramento in termini di risultato operativo ed anche netto, grazie alle *“azioni volte da un lato al contenimento ed al ridimensionamento dei costi di struttura, dall’altro all’accentuazione della flessibilità operativa mediante l’abbandono di strutture in locazione (in particolare su destinazioni Italiane) a marginalità bassa o addirittura negativa”*¹⁰.

Leggendo la relazione si nota come la politica industriale del gruppo per il periodo 2007/2009 dal punto di vista patrimoniale fosse quella di una riduzione del capitale investito, unita ad un posizionamento ottimale delle linee di prodotto possedute con una crescita mirata dei volumi di vendita; tutto ciò finalizzato all’aumento dell’efficienza operativa per migliorare la redditività di tutte le aree d’affari. In quest’ottica già nel 2007 si era cercato di cedere senza successo la compagnia aerea Livingston, a causa del prezzo non congruo offerto dai possibili acquirenti.

Anche l’indebitamento finanziario netto diminuisce significativamente, grazie agli effetti dell’accordo di ristrutturazione del debito firmato nell’esercizio precedente, che prevedeva

⁷ Cfr. I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2006*, Milano, 2006, pag. 7

⁸ Il 31 ottobre 2006 era stato firmato lo “standby equity distribution agreement” con il fondo, che prevedeva il diritto dello stesso di sottoscrivere in tranches successive l’aumento di capitale, con l’ulteriore onere per la società di emettere dei titoli di sottoscrizione preferenziali a favore del fondo (c.d. warrants) che poteva esercitarli a condizioni di favore. *Ibidem*, pag. 14.

⁹ Cfr. l’articolo “Viaggi del Ventaglio decolla nel giorno dello stacco dei dividendi”, in *Finanza e Mercati* del 20 novembre 2006, allegato al Sole 24 Ore del del 20 novembre 2006. Il giorno precedente il titolo aveva guadagnato l’8,24% con punte dell’11%, maggior apprezzamento di quella giornata di borsa.

¹⁰ Cfr. I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2007*, Milano, 2007, pag. 7

tra l'altro anche la rinuncia da parte delle banche creditrici ad una serie di crediti chirografari vantati verso la società, ed il perfezionamento il 5 dicembre 2006 della cessione del villaggio Gran Dominicus nella Repubblica Dominicana per 48 milioni di euro.

Il 2008, tuttavia, è un altro anno difficile per la società che, a causa della contrazione della domanda di servizi turistici legata alla difficile congiuntura economica, vede diminuire i ricavi globali del gruppo ed a causa dell'aumento del prezzo dei carburanti vede crescere i costi soprattutto della società di trasporto aereo,¹¹ con il risultato di veder tornare in negativo il MOL lordo di gestione per quasi 6,3 milioni di euro.

Nella relazione si legge che tali condizioni hanno convinto il management aziendale ad abbandonare la strategia di integrazione verticale che aveva caratterizzato il gruppo in tutti questi anni, focalizzandosi sul rafforzamento del suo *core business*, l'attività di tour operator; tale scelta ha comportato la decisione di dismettere la compagnia aerea, le strutture ricettivo/alberghiere del gruppo e la cessione di due attività prestigiose come i marchi Best Tours ed ex-Caleidoscopio. La situazione congiunturale ha inoltre convinto il management ha predisporre un nuovo piano industriale per il triennio 2009-2011, che prevedeva la cessione di *assets* non più strategici come quelli citati al fine di ridurre il capitale investito e migliorare la posizione finanziaria netta. A tal proposito nella relazione sulla gestione per il 2008, poco approfondita è la parte relativa alla situazione patrimoniale del gruppo, dove ci si limita a constatare che *“dal punto di vista patrimoniale, l'indebitamento finanziario netto del Gruppo Ventaglio, rispetto all'esercizio precedente, passa da circa - 10,4 milioni di Euro del 31 ottobre 2007 a circa -20,6 milioni di Euro del 31 ottobre 2008”*¹².

4.3. La crisi del 2009-2010

Un primo campanello di allarme relativo alla non sostenibilità dell'indebitamento finanziario arriva già nel primo trimestre dell'esercizio 2009 (1 novembre 2008 – 31 gennaio 2009), se già il 13 febbraio si sente la necessità di allegare al bilancio dell'esercizio 2008 l'evoluzione prevedibile della gestione al 13 febbraio 2009.

¹¹ Nella relazione naturalmente vengono evidenziate tutta una serie di concause che hanno contribuito al cattivo risultato economico, di natura endogena ed esogena al gruppo. Per un approfondimento Cfr. I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2008*, Milano, 2008, pagg. 6-8.

¹² *Ibidem*, pag. 9.

In questo approfondimento l'amministratore (nonché azionista indiretto di maggioranza) rileva la necessità di precisare che *“la continuità aziendale risulta subordinata alla realizzazione degli obiettivi economico-finanziari del “Piano Industriale e di Risanamento 2009-2011”. In particolare il raggiungimento di tali obiettivi risulterebbe di non agevole realizzazione qualora la società non riuscisse nei tempi previsti a portare a termine le operazioni straordinarie contemplate nel piano di dismissione degli assets, considerati non più strategici a seguito della strategia di rifocalizzazione sul core business dell'attività di tour operating”*¹³. Di queste dismissioni, quella della compagnia aerea Livingstone S.p.A. è stata perfezionata il 12 febbraio 2009, quella di Best Tours S.p.A. era in corso di perfezionamento, mentre quelle relative alle società controllate che gestivano le strutture ricettivo-alberghiere erano ancora da effettuare.

Forse ancora più preoccupante era l'affermazione che la situazione finanziaria del gruppo era molto pesante a causa della *“massa di debiti scaduti verso i fornitori, a fronte di linee di credito ordinarie allo stato utilizzate, pertanto la continuità aziendale e quindi la possibilità di realizzare gli obiettivi economico finanziari del piano industriale e di risanamento 2009-2011 risultano anche subordinati: -) la prosecuzione del supporto finanziario da parte delle principali banche finanziatrici [...] -) la prosecuzione dell'operatività con i fornitori [...]”*¹⁴.

Dalla lettura della Relazione sulla gestione dell'esercizio 2009 si evince che il management della società aveva avviato diverse trattative per la cessione di molti *assets* e anche per la cessione del pacchetto di controllo societario e contestuale ricapitalizzazione dei nuovi soci¹⁵. Per vari motivi – descritti sinteticamente nella relazione – tali trattative non sono andate a buon fine, e l'assemblea dei soci del 26 ottobre 2009 – dopo aver approvato la situazione patrimoniale al 31 luglio 2009 dalla quale emergeva una perdita tale da ridurre il capitale sociale al di sotto del minimo di legge¹⁶ - ha approvato la copertura integrale della perdita (15 M€) attraverso la diminuzione del capitale sociale a 120.000,00 euro ed un nuovo aumento di capitale fino a 77 milioni di euro, con l'obbligo di far pervenire nelle casse della società entro il 30 novembre 6 milioni di euro; l'assemblea ha contestualmente nominato i commissari liquidatori a far data dal 1 dicembre in caso di mancato integrale versamento di questi ultimi 6 milioni nella casse sociali.

¹³ Cfr. *Ibidem*, il documento inserito fra le pagine 19 e 20.

¹⁴ *ibidem*

¹⁵ Cfr. I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2009*, Milano, 2009.

¹⁶ Cfr. L'art. 2447 del c.c., rubricato “Riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale”.

La marea montava e diventava inarrestabile: con la riunione del 1 dicembre 2009 il C.d.A. prendeva atto che il versamento dei 6 milioni non era stato effettuato e che i 3 liquidatori non avevano accettato l'incarico, accertava l'intervenuta causa di scioglimento della società,¹⁷ dava mandato al Presidente del C.d.A. di predisporre la domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo con ristrutturazione (art. 160 L.F., approvata il 22 dicembre e presentata poi al Tribunale di Milano il 13 gennaio 2010) e convocare una nuova assemblea dei soci per nominare un nuovo collegio di liquidatori, che accettavano la nomina subordinandola all'accettazione della domanda di ammissione a concordato preventivo da parte del Tribunale.¹⁸

Il 18 Febbraio 2010 la società IVV veniva ammessa alla procedura di concordato preventivo ex art. 160 L.F., sulla base di un progetto che prevedeva come modalità di estinzione dei debiti del gruppo (pari in tutto a 173 milioni di € di cui 71 milioni delle controllate Columbus, Ventaclub e Resort) la realizzazione di tutti gli attivi, e per la restante parte la valorizzazione dell'avviamento, dei marchi e del personale specializzato, con il progetto di affitto dei rami operativi dell'azienda ad una nuova compagnia (newco), ed infine la conversione in capitale sociale della capogruppo dei crediti vantati da terzi.

Sembrava tutto risolversi per il meglio, quando inaspettata è arrivata il 15 luglio 2010 la revoca del concordato preventivo da parte del commissario giudiziario incarico dal Tribunale, con le seguenti motivazioni: *“Vista la relazione ex art. 173 L.F. depositata il 5 luglio 2010 dal Commissario Giudiziale [Giuseppe Verna] del concordato preventivo dei I Viaggi del Ventaglio S.p.A. [...]; considerato che la parte concordante, avendo integralmente perduto il proprio capitale, si propone di effettuare un aumento di capitale in spregio a quanto previsto dall'art. 2447 c.c, che rende preventivamente obbligatoria, rispetto ad ogni altra decisione, la “riduzione del capitale” a copertura delle perdite; considerato, inoltre, che la concordante non ha effettuato il deposito per spese determinato ai sensi dell'art. 163, n.4, L.F. [...]; ritenuto, comunque, che tale nuova proposta (presentata il giorno prima da uno solo dei tre liquidatori n.d.r.), oltre ad essere plateale confessione di non fattibilità di quella precedentemente ammessa, presenta anche profili di ulteriore illegittimità in quanto, per un verso, prevede il soddisfacimento di creditori*

¹⁷ Il CdA ha deliberato sull'avvenuta causa di scioglimento della società il 22 dicembre 2009 modificando – a seguito dell'iscrizione nel Registro delle Imprese dell'avvenuta causa di scioglimento – la denominazione sociale in I Viaggi del Ventaglio S.p.A. in liquidazione.

¹⁸ Queste ultime informazioni sono state tratte dalla “Relazione annuale del Consiglio di Amministrazione sulla Corporate Governance per l'esercizio 1 novembre 2008 – 31 ottobre 2009” presentata dalla società alla CONSOB in attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate, dell'art. 124-bis del Testo Unico della Finanza D.Lgs. 58/1998 (TUF) e dai Regolamenti CONSOB e del Regolamento di Borsa. Disponibile in www.borsaitaliana.it.

privilegiati mediante assegnazione di azioni, senza la previa dimostrazione di una prevedibile, deteriore sorte in sede liquidatoria e ciò in specifico spregio alle disposizioni di cui all'art. 160, 2°, L.F. e, per altro verso, presenta profili del tutto indeterminati delle future delibere relative al capitale, cosa che rende del tutto incerta ed indeterminata la nuova proposta concordataria;[...].

Dall'esterno, leggendo queste motivazioni, non si può che restare stupiti dalla mancanza di capacità nel formulare un piano di rientro credibile da parte dei commissari liquidatori.

Inevitabile, la dichiarazione contestuale di fallimento della società.¹⁹

4.4. *Analisi dei bilanci del gruppo nel periodo 2005-2009*

Dopo aver esposto sinteticamente le vicende della società in questo ultimo quinquennio, passiamo finalmente ad analizzare i bilanci sociali consolidati.

Per comprendere adeguatamente l'andamento economico del gruppo ed apprezzare i contributi che i singoli settori di attività hanno portato alla formazione dei risultati d'esercizio, si è scelto di analizzare solamente i bilanci consolidati della società e non quelli singoli, visto che IVV può ben definirsi come una holding, se non proprio di gestione di sole partecipazioni, certo con nessun compito di gestione operativa del *core business* societario.²⁰

Analizzare solamente i bilanci della capogruppo, a nostro parere, avrebbe impedito di comprendere l'andamento globale della società nel suo complesso.

Per effettuare questo tipo di analisi si è dovuto tener conto del fatto che ogni anno il perimetro di consolidamento della società variava a seguito di cessioni ed acquisizioni societarie, che di fatto mutavano il valore assoluto dei dati dei principali valori di bilancio dell'esercizio precedente²¹; essendo il nostro un lavoro accademico di analisi di bilancio e non un processo di costituzione di un documento conforme a quanto previsto dalla vigente legislazione, si è preferito confrontare i valori maturati di esercizio in esercizio senza tener

¹⁹ Secondo il Sole 24 Ore, è la prima volta che un giudice manda in fallimento una società quotata in Italia. Cfr. FILIPPETTI S. *op.cit.*

²⁰ Si chiama bilancio consolidato il bilancio di una società che attrae nel suo bilancio i risultati economici di tutte le imprese controllate, secondo la definizione e con i criteri e le procedure stabilite nel Decreto Legislativo n. 127/1991, così come modificato dal recente Decreto Legislativo n. 32/2007. Per un approfondimento Cfr. Antonelli V. "Il Bilancio consolidato. Tecniche di redazione", Il Sole24Ore ed., Milano, 2007 e Azzali S., "Il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali, Il Sole24Ore ed, Milano, 2002.

²¹ In applicazione del principio di comparabilità dei valori di bilancio previsto dall'art. 2423-ter del c.c.

conto di tale principio, per evidenziare inoltre l'andamento economico complessivo del gruppo leggibile dalla variazione dei valori assoluti di bilancio.

Dall'esercizio 1 novembre 2005 – 31 ottobre 2006, in seguito all'entrata in vigore del Regolamento CE 1606/2002 per le società quotate in borsa, IVV ha redatto i suoi bilanci consolidati non seguendo più gli schemi previsti dal codice civile, ma attuando la riclassificazione secondo quanto previsto dai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Di conseguenza il Conto Economico è stato redatto secondo una destinazione dei costi per natura, lo Stato Patrimoniale è stato redatto secondo la suddivisione delle attività e delle passività in correnti/non correnti ed il Rendiconto Finanziario è stato redatto secondo il metodo indiretto.

4.4.1. Riclassificazione dello Stato Patrimoniale

Nella riclassificazione dello Stato Patrimoniale sono state adottate alcune semplificazioni volte a rendere immediatamente comparabili le voci di bilancio nel corso degli anni, le più importanti delle quali sono che dal bilancio relativo all'esercizio 1/11/2005 – 31/10/2006 lo stato patrimoniale consolidato evidenziava in voci separate le attività e le passività relative ad attività possedute per la vendita così come previsto dai principi contabili internazionali; per semplicità tale classificazione non è stata riportata nell'analisi.²², ma è stata tenuta in conto al momento dell'assegnazione di una determinata attività/passività fra quelle incassabili/esigibili entro/oltre i successivi 12 mesi. E' stata poi mantenuta, sempre dal 2006, la valutazione dei beni in leasing effettuata dalla società secondo il metodo finanziario.

Lo Stato Patrimoniale è stato riclassificato secondo i due criteri maggiormente utilizzati nell'analisi di bilancio, già esposti ampiamente nel capitolo 2, è cioè secondo il criterio "funzionale" e secondo quello "finanziario".

Tabella 4.1 – Attivo dello Stato Patrimoniale dei bilanci dal 2005 al 2009 della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

ATTIVO	2005	2006	2007	2008	2009
A. CREDITI VERSO SOCI					
di cui parte già richiamata					

²² Per un approfondimento Cfr. IFRS n. 5 "Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate".

B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	155.546	119.859	95.637	131.468	98.324
<i>B.I. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</i>	28.293	23.590	23.768	23.206	6.806
B.I.1. Costi impianto e ampliamento	926				
B.I.2. Costi ricerca e pubblicità	16				
B.I.3. Diritti brevetto industriale					
B.I.4. Concessioni, licenze, marchi	835	3.464	2.763	3.119	2.389
B.I.5. Avviamento		750	750	750	750
B.I.8. Differenze di consolidamento	16.786	19.173	19.173	19.173	3.513
B.I.6. Immobilizzazioni in corso e acconti	2.256	0	329	0	
B.I.7. Altre immobilizzazioni immateriali	7.474	203	753	164	154
<i>B.II. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</i>	88.844	65.387	42.718	39.608	35.341
B.II.1. Terreni e fabbricati	75.396	35.786	17.373	16.577	17.982
B.II.2. Impianti	1.198	8.991	3.968	870	351
B.II.3. Attrezzature industriali	4.076	2.872	2.094	1.509	639
B.II.4. Altri beni	7.801	4.916	4.122	3.687	2.243
B.II.5. Immobilizzazioni in corso e acconti	373	3.141	4.815	6.343	6.252
Fabbricati in locazione finanziaria		9.681	10.346	10.622	7.874
<i>B.III. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE</i>	38.409	30.882	29.151	68.654	56.177
<i>B.III.1. Totale partecipazioni</i>	3.817	161	607	572	1.778
B.III.1.a. Imprese controllate	23	4	22	15	15
B.III.1.b. Imprese collegate	3.723	86	514	486	1.692
B.III.1.c. Imprese controllanti					
B.III.1.d. Altre imprese	71	71	71	71	71
<i>B.III.2. Totale crediti</i>	34.592	30.721	28.544	68.082	54.399
B.III.2.a. Crediti v/controlate entro 12 mesi					
B.III.2.a. Crediti v/controlate oltre 12 mesi		1.144			
B.III.2.b. Crediti v/collegate entro 12 mesi					
B.III.2.b. Crediti v/collegate oltre 12 mesi	5.041	2.344	769		
B.III.2.c. Crediti v/controlanti entro 12 mesi					
B.III.2.c. Crediti vs/controlanti oltre 12 mesi					
B.III.2.d. Crediti vs/altri entro 12 mesi				57.994	46.197
B.III.2.d. Crediti v/altri oltre 12 mesi	29.551	27.233	27.775	10.088	8.202
<i>B.III.3 Altri titoli</i>					
<i>B.III.4. Azioni proprie</i>					
C. ATTIVO CIRCOLANTE	203.605	216.154	237.803	199.286	62.594
<i>C.I. TOTALE RIMANENZE</i>	15.974	6.900	6.283	8.385	645
C.I.1. Materie prime	15.189	5.778	5.162	5.061	503
C.I.2. Prodotti semilavorati e in corso					
C.I.3. Lavori in corso				3.309	
C.I.4. Prodotti finiti	776	1.081	537	15	142
C.I.5. Acconti	9	41	584		

C.II TOTALE CREDITI	148.831	190.763	206.336	176.226	58.050
C.II.1. Crediti v/clienti entro 12 mesi	60.423	57.898	64.884	110.537	33.265
C.II.1. Crediti v/clienti oltre 12 mesi	1.039				
C.II.2. Crediti v/controllate entro 12 mesi	67		2.902		
C.II.2. Crediti v/controllate oltre 12 mesi					
C.II.3. Crediti v/collegate entro 12 mesi		1.663	434	14	
C.II.3. Crediti v/collegate oltre 12 mesi	6.143	1.443	1.443		
C.II.4. Crediti v/controllanti entro 12 mesi	13		1.233		
C.II.4. Crediti v/controllanti oltre 12 mesi					
C.II.4.bis Crediti tributari entro 12 mesi	2.283	8.866	9.265	7.907	6.384
C.II.4.bis Crediti tributari oltre 12 mesi					
C.II.4.ter Crediti per imposte anticipate entro 12 mesi					
C.II.4.ter Crediti per imposte anticipate oltre 12 mesi	20.894	24.535	27.190	28.108	13.270
C.II.5. Crediti v/altri entro 12 mesi	44.365	95.197	91.069	9.016	5.131
C.II.5. Crediti v/altri oltre 12 mesi	13.604	1.161	7.916	20.644	

C.III TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE	2.066	0	0	0	0
C.III.1. Partecipazioni in società controllate					
C.III.2. Partecipazioni in società collegate					
C.III.3. Partecipazioni in società controllanti					
C.III.4. Altre partecipazioni					
C.III.5. Azioni proprie	2.058				
C.III.5. Azioni proprie, di cui valore nominale					
C.III.6. Altri titoli	8				

C.III TOTALE DISPONIBILITA' LIQUIDE	36.734	18.491	25.184	14.675	3.899
C.IV.1. Depositi bancari	36.248	18.491	25.184	14.675	3.899
C.IV.2. Assegni					
C.IV.3. Denaro in cassa	486				

D. RATEI E RISCONTI ATTIVI	46.773	31.346	32.110	21.335	12.350
-----------------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

TOTALE ATTIVO	405.924	367.359	365.550	352.089	173.268
----------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Tabella 4.2 – Passivo dello Stato Patrimoniale dei bilanci dal 2005 al 2009 della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

PASSIVO E NETTO	2005	2006	2007	2008	2009
A. PATRIMONIO NETTO	-51.027	-90.590	-44.083	-57.644	-131.875
A.I. Capitale sociale	77.302	6.673	31.710	7.875	10.108
A.II. Riserva da sovrapprezzo	2.146				
A.III. Riserva di rivalutazione					

A.IV. Riserva legale	345				
A.V. Riserva statutaria					
A.VI. Riserva azioni proprie	2.058				
A.VII. Altre riserve	-5.141	-7.901	-1.180	-3.289	-3.289
A.VIII. Utile/perdita a nuovo	-79.252	-77.986	-89.555	-46.060	-49.282
A.IX. Utile/perdita di esercizio	-49.440	-11.315	14.803	-16.775	-89.820
Patrimonio netto di terzi	955	-61	139	605	408

B. TOTALE FONDI RISCHI E ONERI	42.206	23.298	26.539	29.673	30.221
B.1. Fondo di Quiescenza					
B.2. Fondo Imposte anche differite	5.809	4.718	8.060	7.442	579
B.3. Altri Fondi	36.397	18.580	18.479	22.231	29.642

C. FONDO TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	8.684	8.148	6.210	6.494	2.839
--	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

D. TOTALE DEBITI	298.303	270.068	223.470	329.147	253.232
D.1. Obbligazionisti entro 12 mesi					
D.1. Obbligazionisti oltre 12 mesi					
D.2. Obbligazionisti convertibili entro 12 mesi					
D.2. Obbligazionisti convertibili oltre 12 mesi					
D.3. Soci per finanziamenti entro 12 mesi					
D.3. Soci per finanziamenti oltre 12 mesi					
D.4. Banche entro 12 mesi	23.834	24.487	11.181	9.297	8.178
D.4. Banche oltre 12 mesi	98.524	56.883	12.037	2.889	7.232
D.5. Altri finanziatori entro 12 mesi	9.481				
D.5. Altri finanziatori oltre 12 mesi		3.025	16.485		
D.6. Acconti entro 12 mesi	4.366	8.324	15.895	32.249	20.288
D.6. Acconti oltre 12 mesi					
D.7. Fornitori entro 12 mesi	143.175	140.305	132.542	178.715	136.488
D.7. Fornitori oltre 12 mesi					
D.8. Titoli di credito entro 12 mesi					
D.8. Titoli di credito oltre 12 mesi					
D.9. Società controllate entro 12 mesi					
D.9. Società controllate oltre 12 mesi					
D.10. Società collegate entro 12 mesi *	287	1.710	578	350	362
D.10. Società collegate oltre 12 mesi					
D.11. Società controllanti entro 12 mesi	256	64	20	78	326
D.11. Società controllanti oltre 12 mesi					
D.12. Debiti tributari entro 12 mesi	5.368	16.326	21.103	11.344	
D.12. Debiti tributari oltre 12 mesi		884	399	3.017	10.494
D.13. Istituti previdenza entro 12 mesi	2.493			1.611	
D.13. Istituti previdenza oltre 12 mesi					

D.14. Altri debiti entro 12 mesi	9.200	14.642	13.230		
D.14. Altri debiti oltre 12 mesi	1.319	3.418		89.597	69.864

E. RATEI E RISCOINTI PASSIVI	107.758	156.435	153.414	44.419	18.851
-------------------------------------	---------	---------	---------	--------	--------

TOTALE PASSIVO E NETTO	405.924	367.359	365.550	352.089	173.268
-------------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

* in questa voce sono stati ricompresi anche i "debiti verso imprese consociate" presenti nel dettaglio debiti in Nota Integrativa

Tabella 4.3 – Riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il “criterio finanziario” dei bilanci dal 2005 al 2009 della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

IMPIEGHI E FONTI	2005	2006	2007	2008	2009
ATTIVITA' NON CORRENTI	197.226	146.998	132.186	122.226	65.397
Immobilizzazioni immateriali	28.293	23.590	23.768	23.206	6.806
Immobilizzazioni materiali	88.844	65.387	42.718	39.608	35.341
Immobilizzazioni finanziarie	38.409	30.882	29.151	10.660	9.980
- Partecipazioni	3.817	161	607	572	1.778
- Crediti finanziari oltre 12 mesi, titoli, azioni proprie	34.592	30.721	28.544	10.088	8.202
Crediti commerciali e altre attività oltre 12 mesi	41.680	27.139	36.549	48.752	13.270
ATTIVITA' CORRENTI	208.698	220.361	233.364	229.863	107.871
Rimanenze	15.974	6.900	6.283	8.385	645
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	153.924	194.970	201.897	148.809	57.130
Attività finanziarie entro 12 mesi	2.066	0	0	57.994	46.197
Disponibilità liquide	36.734	18.491	25.184	14.675	3.899
TOTALE IMPIEGHI	405.924	367.359	365.550	352.089	173.268
PATRIMONIO NETTO	-51.027	-90.590	-44.083	-57.644	-131.875
PASSIVITA' NON CORRENTI	150.733	95.656	61.670	131.670	120.650
Fondi per rischi e oneri	42.206	23.298	26.539	29.673	30.221
Fondo trattamento di fine rapporto	8.684	8.148	6.210	6.494	2.839
Debiti commerciali e altre passività oltre 12 mesi	1.319	4.302	399	92.614	80.358
Debiti finanziari oltre 12 mesi	98.524	59.908	28.522	2.889	7.232
PASSIVITA' CORRENTI	306.218	362.293	347.963	278.063	184.493
Debiti verso banche	23.834	24.487	11.181	9.297	8.178
Debiti verso altri finanziatori	9.481	0	0	0	0
Debiti commerciali	147.541	148.629	148.437	210.964	156.776
Debiti tributari	5.368	16.326	21.103	11.344	0
Altre passività	119.994	172.851	167.242	46.458	19.539
TOTALE FONTI	405.924	367.359	365.550	352.089	173.268

IMPIEGHI E FONTI	2005	2006	2007	2008	2009
ATTIVITA' NON CORRENTI	48,59%	40,01%	36,16%	34,71%	37,74%
Immobilizzazioni immateriali	6,97%	6,42%	6,50%	6,59%	3,93%
Immobilizzazioni materiali	21,89%	17,80%	11,69%	11,25%	20,40%
Immobilizzazioni finanziarie	9,46%	8,41%	7,97%	3,03%	5,76%
- Partecipazioni	0,94%	0,04%	0,17%	0,16%	1,03%
- Crediti finanziari oltre 12 mesi, titoli, azioni proprie	8,52%	8,36%	7,81%	2,87%	4,73%
Crediti commerciali e altre attività oltre 12 mesi	10,27%	7,39%	10,00%	13,85%	7,66%
ATTIVITA' CORRENTI	51,41%	59,99%	63,84%	65,29%	62,26%
Rimanenze	3,94%	1,88%	1,72%	2,38%	0,37%
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	37,92%	53,07%	55,23%	42,26%	32,97%
Attività finanziarie entro 12 mesi	0,51%	0,00%	0,00%	16,47%	26,66%
Disponibilità liquide	9,05%	5,03%	6,89%	4,17%	2,25%
TOTALE IMPIEGHI	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PATRIMONIO NETTO	-12,57%	-24,66%	-12,06%	-16,37%	-76,11%
PASSIVITA' NON CORRENTI	37,13%	26,04%	16,87%	37,40%	69,63%
Fondi per rischi e oneri	10,40%	6,34%	7,26%	8,43%	17,44%
Fondo trattamento di fine rapporto	2,14%	2,22%	1,70%	1,84%	1,64%
Debiti commerciali e altre passività oltre 12 mesi	0,32%	1,17%	0,11%	26,30%	46,38%
Debiti finanziari oltre 12 mesi	24,27%	16,31%	7,80%	0,82%	4,17%
PASSIVITA' CORRENTI	75,44%	98,62%	95,19%	78,98%	106,48%
Debiti verso banche	5,87%	6,67%	3,06%	2,64%	4,72%
Debiti verso altri finanziatori	2,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Debiti commerciali	36,35%	40,46%	40,61%	59,92%	90,48%
Debiti tributari	1,32%	4,44%	5,77%	3,22%	0,00%
Altre passività	29,56%	47,05%	45,75%	13,19%	11,28%
TOTALE FONTI	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

La riclassificazione secondo il criterio funzionale è stata ovviamente fatta a livello molto grezzo, in quanto non è stato possibile collocare perfettamente tutti i dati di bilancio secondo la gestione di competenza; sono state tuttavia assunte tutte le cautele del caso per assegnare ogni voce di bilancio nella corretta gestione di competenza.

Tabella 4.4 –Riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il “criterio funzionale” dei bilanci dal 2005 al 2009 della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

IMPIEGHI E FONTI	2005	2006	2007	2008	2009
-------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

ATTIVITA' OPERATIVE NON CORRENTI	158.817	116.116	103.035	111.566	55.417
Immobilizzazioni immateriali	28.293	23.590	23.768	23.206	6.806
Immobilizzazioni materiali	88.844	65.387	42.718	39.608	35.341
Crediti commerciali e altre attività oltre 12 mesi	41.680	27.139	36.549	48.752	13.270

ATTIVITA' OPERATIVE CORRENTI	169.898	201.870	208.180	157.194	57.775
Rimanenze	15.974	6.900	6.283	8.385	645
Crediti commerciali e altre attività entro 12 mesi	153.924	194.970	201.897	148.809	57.130

ATTIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	38.409	30.882	29.151	10.660	9.980
Partecipazioni	3.817	161	607	572	1.778
Crediti finanziari oltre 12 mesi, titoli, azioni proprie	34.592	30.721	28.544	10.088	8.202

ATTIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	38.800	18.491	25.184	72.669	50.096
Attività finanziarie entro 12 mesi	2.066	0	0	57.994	46.197
Disponibilità liquide	36.734	18.491	25.184	14.675	3.899

TOTALE IMPIEGHI	405.924	367.359	365.550	352.089	173.268
------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

PATRIMONIO NETTO	-51.027	-90.590	-44.083	-57.644	131.875
-------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

PASSIVITA' OPERATIVE NON CORRENTI	52.209	35.748	33.148	128.781	113.418
Fondi per rischi e oneri	42.206	23.298	26.539	29.673	30.221
Fondo trattamento di fine rapporto	8.684	8.148	6.210	6.494	2.839
Debiti commerciali e altre passività oltre 12 mesi	1.319	4.302	399	92.614	80.358

PASSIVITA' OPERATIVE CORRENTI	272.903	337.806	336.782	268.766	176.315
Debiti commerciali	147.541	148.629	148.437	210.964	156.776
Debiti tributari	5.368	16.326	21.103	11.344	0
Altre passività	119.994	172.851	167.242	46.458	19.539

PASSIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	98.524	59.908	28.522	2.889	7.232
Debiti finanziari oltre 12 mesi	98.524	59.908	28.522	2.889	7.232

PASSIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	33.315	24.487	11.181	9.297	8.178
Debiti verso banche	23.834	24.487	11.181	9.297	8.178
Debiti verso altri finanziatori	9.481	0	0	0	0

TOTALE FONTI	405.924	367.359	365.550	352.089	173.268
---------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Immobilizzo netto	106.608	80.368	69.887	-17.215	-58.001
Capitale circolante netto operativo (CCNop)	-103.005	-135.936	128.602	111.572	118.540
Capitale operativo investito netto (COIN)	3.603	-55.568	-58.715	128.787	176.541
Patrimonio netto	-51.027	-90.590	-44.083	-57.644	131.875
Posizione finanziaria netta non corrente (PFNnc)	60.115	29.026	-629	-7.771	-2.748
Posizione finanziaria netta corrente (PFNc)	-5.485	5.996	-14.003	-63.372	-41.918

Totale delle fonti	3.603	-55.568	-58.715	128.787	176.541
---------------------------	--------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Immobilizzo netto	106.608	80.368	69.887	-17.215	-58.001
Capitale circolante netto operativo (CCNop)	-103.005	-135.936	128.602	111.572	118.540
Capitale operativo investito netto (COIN)	3.603	-55.568	-58.715	128.787	176.541
Attività finanziarie non correnti	38.409	30.882	29.151	10.660	9.980
Attività finanziarie correnti	38.800	18.491	25.184	72.669	50.096
Capitale investito netto (CIN)	80.812	-6.195	-4.380	-45.458	116.465
Patrimonio netto	-51.027	-90.590	-44.083	-57.644	131.875
Passività finanziarie non correnti	98.524	59.908	28.522	2.889	7.232
Passività finanziarie correnti	33.315	24.487	11.181	9.297	8.178
Totale delle fonti	80.812	-6.195	-4.380	-45.458	116.465

4.4.2. Riclassificazione del Conto Economico

Anche nella rappresentazione del Conto Economico della società IVV sono state applicate alcune semplificazioni quando non si è riuscito a ricostruire dalla lettura delle relazioni e dei bilanci l'esatta collocazione o composizione di una voce di bilancio; segnatamente, è il caso della voce B.9 Costi del Personale, che non è stato possibile suddividere nelle sue varie sottovoci; pertanto, l'importo ascrivito alla voce B.9.a *Salari e stipendi* è comprensivo in realtà di tutte quelle voci che formano tipicamente i costi del personale, in particolare gli oneri sociali ed il TFR.

Il CE è stato riclassificato solamente secondo lo schema a valore aggiunto, non essendo possibile dai dati disponibili effettuare una efficace riclassificazione diversa.

Tabella 4.5 –Conto Economico degli esercizi dal 2005 al 2009 della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

CONTO ECONOMICO	2005	2006	2007	2008	2009
A. VALORE DELLA PRODUZIONE	730.302	761.146	783.412	521.850	443.102
A.1. Ricavi delle vendite e delle prestazioni	701.743	728.267	737.535	505.418	420.403
A.2. Variazione rimanenze prodotti	-23				
A.3. Variazione lavori in corso					
A.4. Incrementi di immobilizzazioni					
A.5. Altri ricavi	28.582	32.879	45.877	16.432	22.699
B. COSTI DELLA PRODUZIONE	750.625	784.808	781.059	521.988	517.937
B.6. Materie prime e consumo	99.887	102.182	104.541	1.532	27.205

B.7. Servizi	477.207	498.952	517.838	489.105	380.941
B.8. Godimento beni di terzi	69.618	77.666	64.011	2.599	
B.9. Totale costi del personale	69.492	67.709	64.541	19.987	34.402
- B.9.a. Salari e stipendi	69.492	67.709	64.541	19.987	34.402
- B.9.b. Oneri sociali					
- B.9.c. Trattamento fine rapporto					
- B.9.d. Trattamento di quiescenza					
- B.9.e. Altri costi					
B.10 Ammortamenti e svalutazioni	22.096	8.917	5.984	4.430	16.582
- B.10.a. Ammortamento imm.ni immateriali					
- B.10.b. Ammortamento imm.ni materiali					
- B.10.c. Altre svalutazioni di immobilizzazioni					
- B.10.d. Svalutazione dei crediti					
B.11. Variazione materie	828				
B.12. Accantonamenti per rischi	979		3.278	2.001	24.000
B.13. Altri accantonamenti	4.992	24.281	10.380		
B.14. Oneri diversi di gestione	5.526	5.101	10.486	2.334	34.807

Differenza tra valore e costi della produzione	-20.323	-23.662	2.353	-138	-74.835
---	----------------	----------------	--------------	-------------	----------------

PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-14.668	7.906	3.219	-8.422	-9.179
C.15. Proventi da partecipazioni	6	4	-8	-3.071	1
C.16. Altri proventi	710	29.584	1.286	2.687	448
- C.16.a. Da crediti finanziari	710	1.130	1.286		
- C.16.b. Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni					
- C.16.c. Da titoli iscritti nel circolante					
- C.16.d. Altri		28.454		2.687	448
C.17. Oneri finanziari	12.965	15.537	751	7.795	7.408
- C.17.a. A banche e finanziatori	12.965	15.183	9.690	7.672	7.373
- C.17.b. A parti correlate		354	-8.939	123	35
C.17.bis Utili e perdite su cambi	2.419	6.145	2.692	-243	2.220

RETTIFICHE DI ATTIVITA' FINANZIARIE	-9.871	0	0	0	0
D.18. Rivalutazioni	0	0	0	0	0
D.18.a. Rivalutazioni di partecipazioni					
D.18.b. Rivalutazioni di altre imm.ni finanziarie					
D.18.c. Rivalutazione di titoli					
D.19. Svalutazioni	9.871	0	0	0	0
D.19.a. Svalutazione di partecipazioni					
D.19.b. Svalutazione di altre imm.ni finanziarie					
D.19.c. Svalutazione di titoli					

PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	1.693	0	0	152	-4.119
E.20. Proventi straordinari	10.006	0	0	1.654	
- E.20.a. Plusvalenze					
E.21. Oneri straordinari	8.313	0	0	1.502	4.119
- Minusvalenze					
- Imposte esercizi precedenti					

RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	-43.169	-15.756	5.572	-8.408	-88.133
--------------------------------------	----------------	----------------	--------------	---------------	----------------

Imposte dell'esercizio*	6.339	-2.460	11.656	-3.673	1.885
Utile (Perdita) di esercizio di terzi/gruppo	68	1.981	20.887	-12.040	198
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	-49.440	-11.315	14.803	-16.775	-89.820

* in questa voce sono state ricomprese le imposte correnti e quelle differite (anticipate)

Tabella 4.6 – Riclassificazione a “valore aggiunto” del Conto Economico degli esercizi dal 2005 al 2009 della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO	2005	2006	2007	2008	2009
--	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Ricavi delle vendite e delle prestazioni	701.743	728.267	737.535	505.418	420.403
Variazione rimanenze prodotti	-23	0	0	0	0
Variazione lavori in corso	0	0	0	0	0
Incrementi di immobilizzazioni	0	0	0	0	0
Altri ricavi	28.582	32.879	45.877	16.432	22.699
VALORE DELLA PRODUZIONE	730.302	761.146	783.412	521.850	443.102

Costi per materie prime e consumo	99.887	102.182	104.541	1.532	27.205
Costi per servizi	477.207	498.952	517.838	489.105	380.941
Costi per godimento beni di terzi	69.618	77.666	64.011	2.599	0
Variazione materie	828	0	0	0	0
Oneri diversi di gestione	5.526	5.101	10.486	2.334	34.807
VALORE AGGIUNTO	78.892	77.245	86.536	26.280	149

Costi per il personale	69.492	67.709	64.541	19.987	34.402
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	9.400	9.536	21.995	6.293	-34.253

Accantonamenti per lavoro dipendente	0	0	0	0	0
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	0	0	0	0	0
Ammortamento immobilizzazioni materiali	0	0	0	0	0
Svalutazioni	0	0	0	0	0
Accantonamenti per rischi e altri	5.971	24.281	13.658	2.001	24.000
MARGINE OPERATIVO NETTO (MON)	3.429	-14.745	8.337	4.292	-58.253

Proventi finanziari	716	29.588	1.278	-384	449
Oneri finanziari diversi da quelli v/banche	2.419	6.499	-6.247	-120	2.255
Rettifiche di attività finanziarie	-9.871	0	0	0	0

EARNING BEFORE INTEREST AND TAXES (EBIT)	-8.145	8.344	15.862	4.028	-60.059
---	---------------	--------------	---------------	--------------	----------------

Oneri finanziari	12.965	15.183	9.690	7.672	7.373
RISULTATO ORDINARIO	-21.110	-6.839	6.172	-3.644	-67.432

Saldo proventi e oneri straordinari	1.693	0	0	152	-4.119
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	-19.417	-6.839	6.172	-3.492	-71.551

Imposte dell'esercizio	6.339	-2.460	11.656	-3.673	1.885
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	-25.756	-4.379	-5.484	181	-73.436

4.4.3. Gli indici di bilancio

Una volta effettuate le riclassificazioni degli schemi di bilancio, siamo finalmente in grado di calcolare indici ed margini di bilancio.

La tabella seguente riassume tutti i dati ottenuti, i principali dei quali andremo di seguito ad analizzare i più significativi

Tabella 4.7 –Indici e margini relativi ai bilanci degli esercizi dal 2005 al 2009 della società I Viaggi del Ventaglio S.p.A.

ANALISI DELLA LIQUIDITA'					
Analisi dell'equilibrio					
Margine di tesoreria	-113.494	-148.832	-120.882	-56.585	-77.267
Indice di liquidità	0,63	0,59	0,65	0,80	0,58
Capitale circolante netto (CCN)	-97.520	-141.932	-114.599	-48.200	-76.622
Indice di disponibilità	0,68	0,61	0,67	0,83	0,58
Analisi del ciclo commerciale					
Dilazione media dei crediti commerciali (giorni)	32	29	32	79	28
Dilazione media dei debiti commerciali (giorni)	89	84	77	131	120

ANALISI DELLA SOLIDITA'					
Composizione degli impieghi					
Peso delle attività non correnti	48,59%	40,01%	36,16%	34,71%	37,74%
Peso delle attività correnti	51,41%	59,99%	63,84%	65,29%	62,26%
Composizione delle fonti					
Indice di autonomia finanziaria	-12,57%	-24,66%	-12,06%	-16,37%	-76,11%
Peso delle passività non correnti	37,13%	26,04%	16,87%	37,40%	69,63%
Peso delle passività correnti	75,44%	98,62%	95,19%	78,98%	106,48%
Rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri					
Debt/Equity	-1,07	-0,39	0,33	1,23	0,34

Correlazione fra impieghi e fonti					
Margine di struttura	-97.520	-141.932	-114.599	-48.200	-76.622
Indice di copertura delle immobilizzazioni	50,55%	3,45%	13,30%	60,56%	-17,16%

ANALISI REDDITUALE					
Indici di redditività					
Return on equity (ROE)	96,89%	12,49%	-33,58%	29,10%	68,11%
Return on equity medio (ROE medio)		15,98%	-21,98%	32,98%	94,79%
Return on assets (ROA)	0,84%	-4,01%	2,28%	1,22%	-33,62%
Return on investment (ROI)	-10,08%	-134,69%	-362,15%	-8,86%	51,57%
Return on sales (ROS)	0,49%	-2,02%	1,13%	0,85%	-13,86%
Indice di rotazione del capitale investito	194,77	-13,11	-12,56	-3,92	-2,38
Return on debt (ROD)	9,83%	17,99%	24,41%	62,96%	47,85%
Indici di produttività del lavoro					
Ricavi pro capite	222	201	267	189	220
Costo del lavoro (mila €/annuo)	22	19	23	7	18

Come si nota immediatamente il Margine di tesoreria presenta un costante valore assoluto negativo, primo indice di un grave squilibrio finanziario; anche considerando una realtà italiana dove, in assenza di scorte, l'indice di liquidità (che ricordiamo è dato dal rapporto fra i due valori utilizzati per calcolare il margine di tesoreria) può anche essere inferiore all'unità attestandosi intorno ad un parametro di riferimento 0,7-0,8, tale valore nel corso dei vari esercizi non viene mai raggiunto ad eccezione del 2008; senza considerare infine che il settore di attività del gruppo IVV non presenta un livello fisiologico di scorte tale da giustificare dei parametri di riferimento così bassi; infatti, anche considerando le scorte come nel caso dell'indice di disponibilità, si trova sempre ampiamente al di sotto del parametro di riferimento delle aziende italiane (1,5-2); anzi, si può notare una differenza di appena 0,05 punti fra l'indice con e senza scorte, a conferma della scarsa importanza delle stesse nel settore di attività di IVV.

Anche il Capitale Circolante Netto è negativo in tutti gli esercizi considerati, confermando quindi il grave squilibrio finanziario esistente e già evidenziato dall'indice di disponibilità e di liquidità.

L'analisi della durata media dei crediti e dei debiti commerciali evidenzia come, a fronte di un sostanziale mantenimento del tempo di incasso dei crediti (tranne che per il 2008), il tempo di pagamento dei debiti si allunga inesorabilmente, passando dai quasi 3 mesi del 2005 ai quattro mesi del 2009 (con una punta di 131 giorni nel 2008).

Analizzando la composizione degli impieghi si può notare come il peso delle attività correnti sul totale degli impieghi aumenti ogni anno, passando dal 51,41% del 2005 al 62,26% del 2009; questo continuo aumento delle attività correnti sul totale è un segnale

della progressiva smobilizzazione degli investimenti, finalizzati a ridurre il capitale investito, obiettivo più volte dichiarato dal management nelle Relazioni sulla gestione aziendale.

L'analisi delle fonti evidenzia invece che l'impresa non ha alcuna autonomia finanziaria, presentando un indice di autonomia finanziaria addirittura negativo in tutti gli anni oggetto di analisi. Questo risultato "anomalo" è reso possibile dall'agire congiunto di due fattori: il fatto che il dato sia di un bilancio consolidato, dove piccole singole perdite societarie si sommano diventando una perdita significativa nel consolidato ed il fatto che ogni anno l'assemblea dei soci deliberava coperture delle perdite e nuovi aumenti di capitale per far fronte all'erosione del patrimonio netto.

Parimenti significativo è l'aumento del peso delle passività correnti sul totale delle passività aziendali, che passa da un 75,44% del 2005 addirittura ad un 106,45% del 2009; questi dati sono in realtà inficiati dalla presenza di un patrimonio netto di gruppo negativo, che fa schizzare addirittura ad una percentuale superiore all'unità il peso delle passività correnti, ma resta comunque un dato significativo ai fini della comprensione dello stato di salute aziendale.

I valori risultanti dal rapporto fra debiti finanziari e capitale proprio devono essere attentamente valutati, in quanto una prima veloce occhiata potrebbe far pensare che ci sia stato un miglioramento nel corso degli esercizi, in realtà è praticamente l'opposto; essendo il patrimonio netto negativo, i primi anni notiamo un indice negativo proprio per la presenza di questo segno al denominatore, successivamente notiamo addirittura un segno positivo che è dato dal rapporto fra un patrimonio netto negativo ed una posizione finanziaria netta negativa (a causa delle notevoli dismissioni di *assets* aziendali). Anche questi valori ci fanno capire la grave crisi finanziaria in cui l'impresa si è dibattuta in questi anni.

Passando ad analizzare il margine di struttura, ci accorgiamo che anche questi risultati devono essere interpretati con molta attenzione: infatti i risultati negativi di questo margine vanno interpretati in maniera negativa, perché vogliono dire che il valore dell'attivo a lungo è maggiore del valore delle passività a lungo + il patrimonio netto, e questo vuol dire una sola cosa: una parte degli investimenti a lungo termine sono finanziati con passività a breve termine.

Passando ad analizzare i risultati dell'analisi reddituale possiamo notare che la redditività del patrimonio netto (ROE) risulta in ogni esercizio abbastanza alta, raggiungendo

addirittura un valore del 96,89% nel 2005. Analizzando con attenzione questo risultato ci accorgiamo che tale valore è dato dal rapporto di due valori negativi, quello del risultato d'esercizio (-49.440) e quello del patrimonio netto (-51.027), che genera questo risultato paradossale. Analoghe considerazioni possono essere fatte per tutti gli altri esercizi oggetto di valutazione .

La redditività del capitale investito (ROA) è invece molto bassa in ogni esercizio, diventando per ben due volte (nel 2006 e nel 2009) negative, ovvero in questi casi la gestione aziendale ha distrutto valore invece di crearlo.

Andamento ancor peggiore presenta l'indice di redditività della gestione caratteristica (ROI), che si presenta negativo per ogni esercizio considerato, anche nell'ultimo nel quale il segno positivo dell'indice è causato dal rapporto fra due valori di segno negativo (Reddito Operativo caratteristico e capitale investito caratteristico).

La redditività delle vendite (ROS) lascia intravedere come le problematiche del nostro gruppo non siano esclusivamente finanziarie ma risentano anche di una errata gestione operativa, se per tutti gli anni abbiamo un ROS quasi pari a zero o addirittura negativo (nel 2006 e nel 2009)

La remunerazione dell'indebitamento finanziario risulta sempre molto elevata per ogni esercizio preso in considerazione, anche considerando il fatto che nella riclassificazione degli oneri finanziari sono stati inseriti al loro interno oltre ai veri e propri interessi passivi, anche tutte le spese relative a commissioni ed altre spese bancarie.

Infine , una breve analisi degli indici di produttività del lavoro ci aiuterà a farci un'idea più completa della realtà societaria.

Gli indici di produttività del lavoro sono stati calcolati utilizzando il numero medio dei dipendenti occupati durante i vari esercizi, così come riportato nei bilanci ufficiali societari.

Anno	2005	2006	2007	2008	2009
Numero dei dipendenti	3162	3618	2765	2678	1908

I ricavi procapite generati dai lavoratori dipendenti sono stati sempre più o meno costanti nel corso degli esercizi considerati; non si è riusciti quindi aumentare la produttività del lavoro neanche attraverso una razionalizzazione dei processi come più volte dichiarato nelle relazioni sulla gestione del 2008 e del 2009.

Si nota infine una diminuzione del costo medio del lavoro negli ultimi due anni, dovuto probabilmente all'utilizzo della cassa integrazione e di tipologie di contratti stagionali ed a

progetto che hanno costi per oneri sociali di gran lunga inferiori rispetto a quelli per lavoro dipendente.

4.5. Conclusioni

Alla luce dei risultati evidenziati dall'analisi degli indici e dei margini di bilancio, ci sentiamo di poter dire che la crisi societaria de I Viaggi del Ventaglio S.p.A. poteva essere ampiamente prevista – almeno con un paio di anni – e , a nostro parere, tutti gli aumenti di capitale deliberati di anno in anno non potevano servire a nulla se non si riuscivano a cambiare altri dati fondamentali della gestione, fra cui il livello di indebitamento finanziario complessivo, il cui eccessivo squilibrio era evidente sia dai dati relativi all'esercizio 2005: il margine di tesoreria negativo (-113.494), l'indice di disponibilità al di sotto di qualsiasi valore accettabile (0,68), il margine di struttura negativo (-97.520), erano tutti segnali evidenti di una grave crisi finanziaria in corso, che difficilmente si sarebbe riusciti ad a correggere. Anche gli indici reddituali non lasciano dubbi ad interpretazioni, essendo tutti quanti negativi, anche questi dal 2005.

Tuttavia, per ancora quattro anni si è praticamente fatto finta di niente sul grave dissesto finanziario dell'azienda, sperando che l'ingresso di nuovi soci potesse raddrizzare anche la gestione aziendale. Istituti bancari, CONSOB, e Comitati dei creditori tentato in tutti i modi di procrastinare un evento che dalle analisi effettuate risultava altamente probabile sin dal 2005.

Conclusioni

L'analisi di bilancio è sempre stata vista – ancora oggi – come una sorta di esercizio di calcolo, che presenta poca utilità per chi non la utilizzi come strumento specialistico di lavoro, come gli operatori di borsa o gli analisti del credito; in realtà l'analisi di bilancio è uno strumento utile per tutti quelli che hanno bisogno di capire meglio la realtà di un'azienda che non conoscono attraverso il solo utilizzo dei bilanci aziendali, pubblici e reperibili presso le Camere di Commercio di ogni Provincia Italiana. Il salto di qualità esistente fra la semplice lettura di un bilancio e la sua effettiva comprensione è proprio permesso dall'utilizzo di questi strumenti di analisi conosciuti nel loro complesso come strumenti dell' "analisi di bilancio".

Caratteristiche fondamentali dell'analisi di bilancio sono la sua relativa rapidità di utilizzo congiunta alla semplicità d'esecuzione delle sue procedure, tutte caratteristiche che la rendono uno strumento estremamente flessibile e lo caratterizzano per favorevolissimo rapporto costo/beneficio.

In effetti, come riscontrato nella predisposizione degli strumenti necessari all'analisi dei bilanci del gruppo I Viaggi del Ventaglio, il costo maggiore, in termini di tempo e quindi, di costo orario per un analista professionale, sta nella prima predisposizione degli strumenti necessari a svolgere l'analisi, segnatamente i fogli di lavoro elettronici; la loro successiva manutenzione periodica e il loro adattamento alle singole realtà oggetto di analisi sono degli elementi marginali che non richiedono un grosso impegno in termini di tempo, anche se vanno assolutamente ben ponderate le azioni da intraprendere, soprattutto nel caso si debbano adattare a realtà particolari.

In ogni caso, fermo restando la capacità interpretativa dell'analista che non può mai mancare, l'analisi di pochi "numeri" permette un elevato grado di comprensione dell'azienda esaminata o, almeno, l'individuazione corretta delle ulteriori indagini da effettuare.

Naturalmente alla base di tutti questi discorsi sull'utilità dell'analisi di bilancio sta l'affidabilità o meno delle informazioni che sono esposte nel bilancio stesso. È quindi chiaro che più i redattori del bilancio hanno utilizzato corretti criteri di preparazione suggeriti dai principi contabili e da ogni altra normativa, maggiormente le analisi effettuate possono essere attendibili e comparabili.

L'analisi effettuata ci ha permesso in ogni caso di confermare una nostra supposizione già esistente e confortata dai tanti studi fatti: cioè, che attraverso l'analisi di bilancio si possa essere in grado di rilevare la presenza di un potenziale stato di insolvenza di una azienda, non rilevabile da una

semplice lettura dei dati così come presentati nei documenti di bilancio; in altre parole l'analisi di bilancio è in grado di rilevare la coerenza interna di documenti di bilancio che analizzati *sic et simpliciter* non presentano nessun evidenza particolare, ma che passati sotto la lente di ingrandimento dell'analisi di bilancio rivelano incoerenze o squilibri nascosti.

Proprio la dimostrazione di tale tesi è stato lo scopo del mio lavoro; infatti, come già evidenziato nel capitolo 4 dedicato all'analisi dei bilanci del gruppo I Viaggi del Ventaglio S.p.A., una loro attenta analisi avrebbe fornito una quasi certezza del prossimo stato di insolvenza del gruppo stesso, fortemente squilibrato dal punto di vista finanziario sin dal primo esercizio oggetto di analisi (1 novembre 2005 – 31 ottobre 2006). I dati degli indici e dei margini nel corso degli anni erano a dir poco terrificanti per qualunque potenziale ed effettivo investitore; solo le continue ricontrattazioni dei debiti bancari e le loro sospensioni periodiche concesse dagli istituti di credito interessati hanno permesso al gruppo di sopravvivere fino al 2010. Le motivazioni che hanno spinto questi primari istituti di credito nazionali a concedere queste continue dilazioni di pagamento, giungendo perfino ad apportare riduzioni al proprio credito e a trasformarne un'altra parte in capitale di rischio all'interno della capogruppo, mi sono ignote.

Al riguardo, ci viene in mente e sembra acquisire credibilità un' affermazione che circola nel mondo moderno da tempo, e cioè che *“se una persona è debitrice verso le banche per 1 milione di euro, la persona ha un problema, se una persona invece è debitrice verso le banche per 400 milioni di euro, le banche hanno un problema”*.

Come spesso accade nelle complesse espressioni della realtà fattuale, le buone pratiche che dovrebbero essere messe in pratica sempre, a prescindere da interessi personali, non lo sono quasi mai, per una serie di motivazioni che ovviamente sfuggono alla nostra comprensione ma che ci fanno affermare che se fossero stati applicati tutti gli strumenti che l'analisi di bilancio mette a disposizione di chiunque voglia approfondire la conoscenza dello stato di salute di un'azienda, le condizioni economiche e finanziarie effettive, non solo de I Viaggi del Ventaglio, ma di tante altre realtà italiane e straniere in completo dissesto sarebbero potute emergere per tempo, evitando a volte forti impatti economici e sociali; si pensi ad esempio al caso **Enron** negli Stati Uniti o a quello **Parmalat** in Italia.

L'unica speranza che ci consola è quella che i continui impatti sociali di queste crisi aziendali forse in futuro verranno almeno ridotti grazie ai sempre nuovi strumenti di controllo che le autorità italiane ed in genere del mondo occidentale stanno introducendo, sia a livello di obblighi contabili che di trasparenza verso gli investitori più deboli, i piccoli risparmiatori.

Bibliografia

- AVI M.S., *Bilancio riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2007
- AVI M.S., *Casi ed esercizi di analisi di bilancio*, Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2006
- BRUNETTI G., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Etas Libri ed, Milano, 2007
- CAVALIERI E., *Economia aziendale, vol. I e II*, Giappichelli ed., Torino, 2000
- CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G., *Indici di bilancio*, II edizione, Giuffrè ed., Milano, 2003
- CAVALIERI E., RANALLI F., *Argomenti di Ragioneria*, Aracne ed., Roma, 2000
- DALLOCCHIO M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni di impresa*, Egea ed, Milano, 1995
- FACCHINETTI I., *Analisi di bilancio*, Il Sole 24 Ore ed, Milano, 2008
- FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè ed., Milano, 2006
- I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2005*, Milano, 2005
disponibile presso il sito internet <http://investor.ventaglio.com>
- I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2006*, Milano, 2006
disponibile presso il sito internet <http://investor.ventaglio.com>
- I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2007*, Milano, 2007
disponibile presso il sito internet <http://investor.ventaglio.com>
- I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A., *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2008*, Milano, 2008
disponibile presso il sito internet <http://investor.ventaglio.com>
- I VIAGGI DEL VENTAGLIO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE, *Relazione e bilanci al 31 ottobre 2009*, Milano, 2009
disponibile presso il sito internet <http://investor.ventaglio.com>
- ZANDA G., *Lineamenti di Economia Aziendale*, Kappa ed., Roma, 2007