



© Minerva Studio

32

ANALISI DI BILANCIO È ANCORA UTILE?

IL COMITATO ANDAF PIANIFICAZIONE E CONTROLLO HA AVVIATO SU LINKEDIN UNA DISCUSSIONE SULL'UTILITÀ DELL'ANALISI DEL BILANCIO. QUESTO ARTICOLO SUGGERISCE UN APPROCCIO IN GRADO DI SUPPORTARE L'ANALISI DELLA PERFORMANCE E DEL RISCHIO DELL'IMPRESA RISPETTO AI SUOI CONCORRENTI E IN UNA PROSPETTIVA STRATEGICA

di GIUSEPPE MARZO

Ricercatore e Professore di Economia Aziendale, Università di Ferrara

ed ELENA SCARPINO

Partner di Edeos - Consulenza Formazione Ricerca

Introduzione

Qualche tempo fa il Comitato ANDAF Pianificazione e Controllo ha avviato su LinkedIn una discussione sull'utilità dell'analisi del bilancio. Partendo da questo tema, il nostro articolo si pone l'obiettivo di presentare un percorso di impiego dell'analisi del bilancio che, pur riconoscendone i limiti, consente di trarre indicazioni preziose per la gestione dell'impresa⁽¹⁾.

L'approccio suggerito prende avvio da alcune premesse:

- 1) la locuzione "analisi di bilancio" è chiaramente ellittica e distoglie l'attenzione dal fatto che non si analizza il bilancio in quanto tale ma l'impresa, e il bilancio è impiegato come una delle tante fonti di dati disponibili;
- 2) l'analisi può certamente essere utilizzata sia per cogliere l'evoluzione dei risultati dell'impresa nel corso del tempo, sia per posizionarla rispetto ai concorrenti, assumendo così un ruolo importante per una prima valutazione della bontà della strategia competitiva perseguita dall'impresa;
- 3) l'obiettivo dell'analisi di bilancio è di stimolare domande per ulteriori analisi, più che fornire risposte chiuse;
- 4) una parte rilevante dei rapporti bancari e finanziari si sviluppa sulla base dell'analisi di bilancio delle imprese

che chiedono affidamenti, e perciò l'analisi del bilancio assume – anche solo per questo – un ruolo importante;

- 5) la disponibilità di *database* che raccolgono i bilanci di un numero significativo di imprese consente di svolgere con costi assai ridotti analisi che un tempo avrebbero richiesto dispendio di energie e di risorse finanziarie. Questo rende l'analisi di bilancio uno strumento particolarmente utile per le PMI, che con un impegno relativamente modesto possono acquisire dati e informazioni importanti sui propri concorrenti.

Limiti e potenzialità delle analisi di bilancio

L'analisi di bilancio si presenta talvolta problematica, sia per i limiti insiti nel bilancio di esercizio, sia per le modalità con cui essa è svolta. Ad esempio, la significatività di certi indicatori può risentire negativamente della modalità con cui vengono calcolati. Due esempi relativi al calcolo del Costo Medio del Debito (CMD) sono illustrativi del problema. Si consideri il caso di un'impresa che nel corso dell'anno abbia acquisito nuovi debiti a breve, rimborsati prima della chiusura amministrativa dell'esercizio. Ne deriva che a fronte di un volume elevato di oneri finanziari, la Posizione Finanziaria Netta all'inizio e alla fine del periodo sia poco rappresentativa della dinamica appena evidenziata. Il CMD si presenterà perciò innaturalmente elevato.

Alcuni, inoltre, calcolano il CMD confrontando gli Oneri Finanziari Netti (OFN) con il totale dei mezzi di terzi, includendovi anche i debiti di fornitura che non sono in genere esplicitamente onerosi. Gli OFN sono infatti generati dal solo indebitamento finanziario che, al netto delle liquidità disponibili, configura la Posizione Finanziaria Netta. Dovrebbe perciò essere questa la quantità da comparare agli OFN (Brunetti, Coda e Favotto, 1990).

Queste e altre criticità dell'analisi ci sono ben note. Siamo comunque convinti che attraverso l'analisi di bilancio si possa comunque stimolare e avviare un utile processo di riflessione incentrato su quattro aree:

- 1) l'analisi del grado di equilibrio tra performance economico-finanziaria e rischio d'impresa, sia di tipo operativo connesso al business, sia di tipo finanziario derivante dalle politiche di finanziamento adottate;
- 2) l'analisi dei concorrenti, e perciò il posizionamento dell'impresa all'interno del settore mediante il confronto dei suoi risultati con quelli medi ottenuti dalle imprese del settore o della propria classe dimensionale (o con quelli del *best-in-class*);
- 3) l'analisi, ancorché parziale, delle strategie di base che si svolgono all'interno di un settore e – tra l'altro – la determinazione del grado di importanza della dimensione aziendale per l'ottenimento di risultati superiori alla media;
- 4) l'analisi di attrattività del settore.

Di seguito presentiamo un caso reale che dimostra come le analisi in merito alle quattro aree sopra indicate possano svolgersi e integrarsi in modo da visualizzare sinteticamente i risultati ottenuti. L'impresa analizzata, che chiameremo *Mobilit*, produce mobili e arredamento per uffici e negozi. I dati del settore e dei *competitors* sono stati otte-

nuti da un *database* che contiene i bilanci di circa 300.000 imprese, distribuite per settore secondo la classificazione ATECO. Avvertiamo che l'analisi si riferisce al 2010, e ha lo scopo di presentare un metodo di analisi e non la condizione attuale del settore o delle imprese che vi operano.

L'attrattività del settore

È innanzitutto interessante valutare l'attrattività del settore (o del micro-settore) di attività dell'impresa. Ai nostri fini, attrattività significa rispondere almeno alle seguenti domande:

- 1) quanto rende il settore, in media, rispetto agli altri;
- 2) quanto rende mediamente rispetto ad un BTP a lunga scadenza;
- 3) qual è la volatilità della domanda del settore;
- 4) quanto conta essere grandi.

Per rispondere alle prime due domande si può operare sulla base del *Return On Investments* (ROI) determinato a livello della sola gestione caratteristica dell'impresa. Il calcolo del ROI medio di ogni settore è eseguito come la media del ROI di tutte le aziende del campione appartenenti a quel settore, e consente di ordinare i settori per grado di redditività. L'indicatore è calcolato come media degli ultimi 3 anni.

La differenza con il rendimento medio del BTP, calcolato sullo stesso arco temporale, è il premio di redditività ottenuto nel settore, che può valutarsi rispetto al rischio di impresa e rispetto al rendimento di altre forme di investimento alternative.

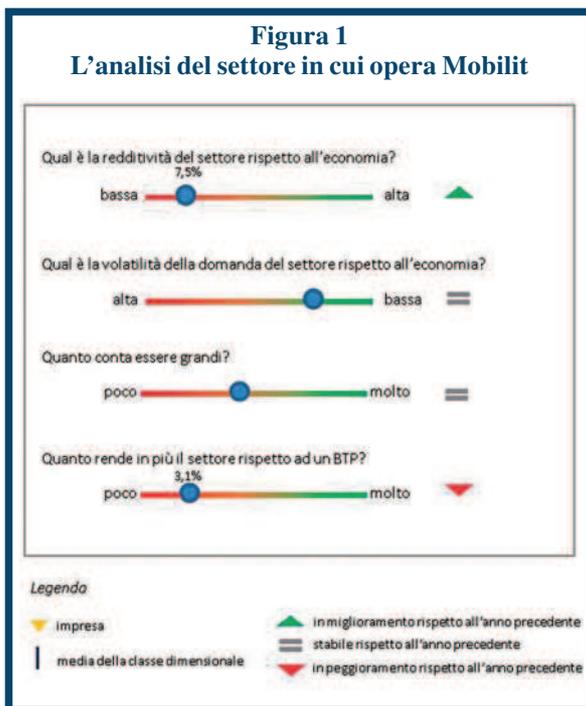
La volatilità della domanda è invece analizzata mediante l'analisi statistica della varianza e della variabilità. Ancora una volta si può determinare la posizione di un settore rispetto agli altri.

Interessante è infine l'analisi del rapporto tra la dimensione dell'impresa e i risultati prodotti. L'importanza della grande dimensione può essere tale da impedire di fatto la sopravvivenza di imprese piccole all'interno di un settore. L'analisi dei dati di bilancio, mediante alcuni strumenti statistici, consente di individuare la "correlazione" tra dimensione dell'impresa (calcolata con riferimento al volume d'affari, al capitale investito e al numero dei dipendenti) e risultati economico-finanziari conseguiti. Un settore che privilegiasse la grande dimensione stimolerebbe a configurare strategie di crescita per il sostegno della posizione competitiva dell'impresa.

L'analisi dell'attrattività del settore in cui opera l'impresa può supportare la risposta alla domanda se sia conveniente investire ulteriormente nel settore o se invece sia utile pensare a strategie di diversificazione.

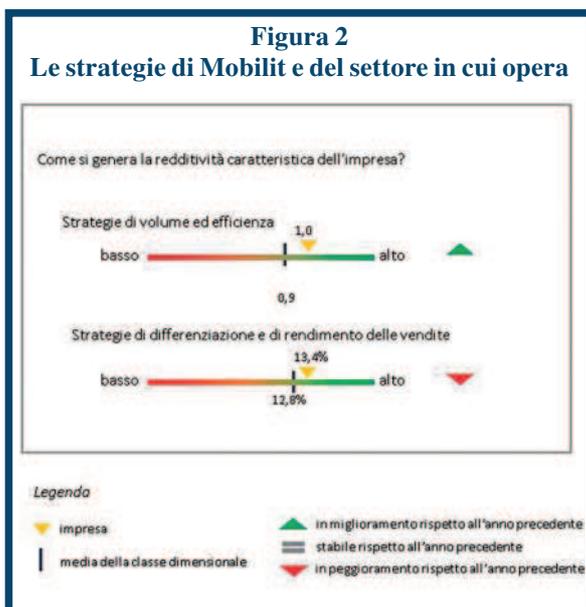
La figura 1 presenta i risultati dell'analisi di *Mobilit* e, come per le figure seguenti, anche le analisi relative all'anno precedente.

(1) Gli schemi presentati in questo lavoro sono tratti da PerformanceAnalytics.
© Edeos - www.edeos.eu



Le strategie di base del settore

Alcuni indici di bilancio consentono di indagare se le imprese del settore seguano strategie di volume o di differenziazione. L'assunzione di base è di associare le strategie di volume all'indice di *Turnover* del Capitale Investito (TCI) e quelle di differenziazione al *Return On Sales* (ROS). Sempre impiegando i dati di bilancio delle imprese appartenenti al settore di interesse, e sfruttando alcuni *tool* statistici, è possibile cogliere l'orientamento dell'impresa rispetto alle due strategie anzidette per confronto con il settore nel suo complesso e con la classe dimensionale dell'impresa. La figura 2 presenta l'analisi relativa a Mobilit.



Performance e rischio dell'impresa

Con i dati di bilancio è possibile indagare la *performance* dell'impresa sia dal punto di vista reddituale che finanziario. È poi possibile ricavare alcuni indicatori utili a cogliere la rischiosità dell'impresa.

La *performance* è determinabile con i classici indicatori che si impiegano per l'analisi: il ROI caratteristico e il *Return On Equity* (ROE) sono interessanti per l'apprezzamento della redditività dell'impresa; il *Cash Flow on Sales* (CFOS) e la durata del Capitale Circolante Netto (CCN) sono invece utili per indagare la *performance* finanziaria.

L'analisi del rischio è più articolata. Intanto si distingue il rischio operativo (o di *business*) da quello finanziario. Il primo è tipico del settore di attività prescelto e, in ultima analisi, dipende dalla variabilità della domanda (del settore nel suo complesso, ma anche di quella che si rivolge specificamente all'impresa) e dal rapporto tra costi variabili e fissi dell'impresa. A parità di tutto il resto, maggiori costi fissi amplificano l'effetto di una riduzione (e di un aumento) delle quantità vendute sui risultati dell'impresa. La considerazione congiunta dei due termini, indagabili sempre tramite i dati di bilancio, consente di valutare il grado di rischio dell'impresa per confronto con i concorrenti del settore e della sua classe dimensionale.

Il rischio finanziario è esplicitamente legato al rapporto di indebitamento e al suo costo, sempre ricavabili con le normali tecniche di analisi di bilancio.

In aggiunta, possono impiegarsi due ulteriori strumenti. Il primo è il *Z-score* elaborato da Altman (1968), adeguatamente aggiornato e riferito alle PMI italiane. Il secondo è il *rating* simulato dell'impresa in funzione dei suoi indici di bilancio. Questi due indicatori possono venir impiegati come indicatori di controllo dell'analisi del rischio appena svolta. Si presentano anche come utili spunti di riflessione per le imprese che, facendo ricorso al credito, verranno di fatto sottoposte ad analisi simili dalla controparte bancaria. La simulazione operata consente in altre parole di giocare in anticipo e giungere alla richiesta di finanziamento meglio preparati.

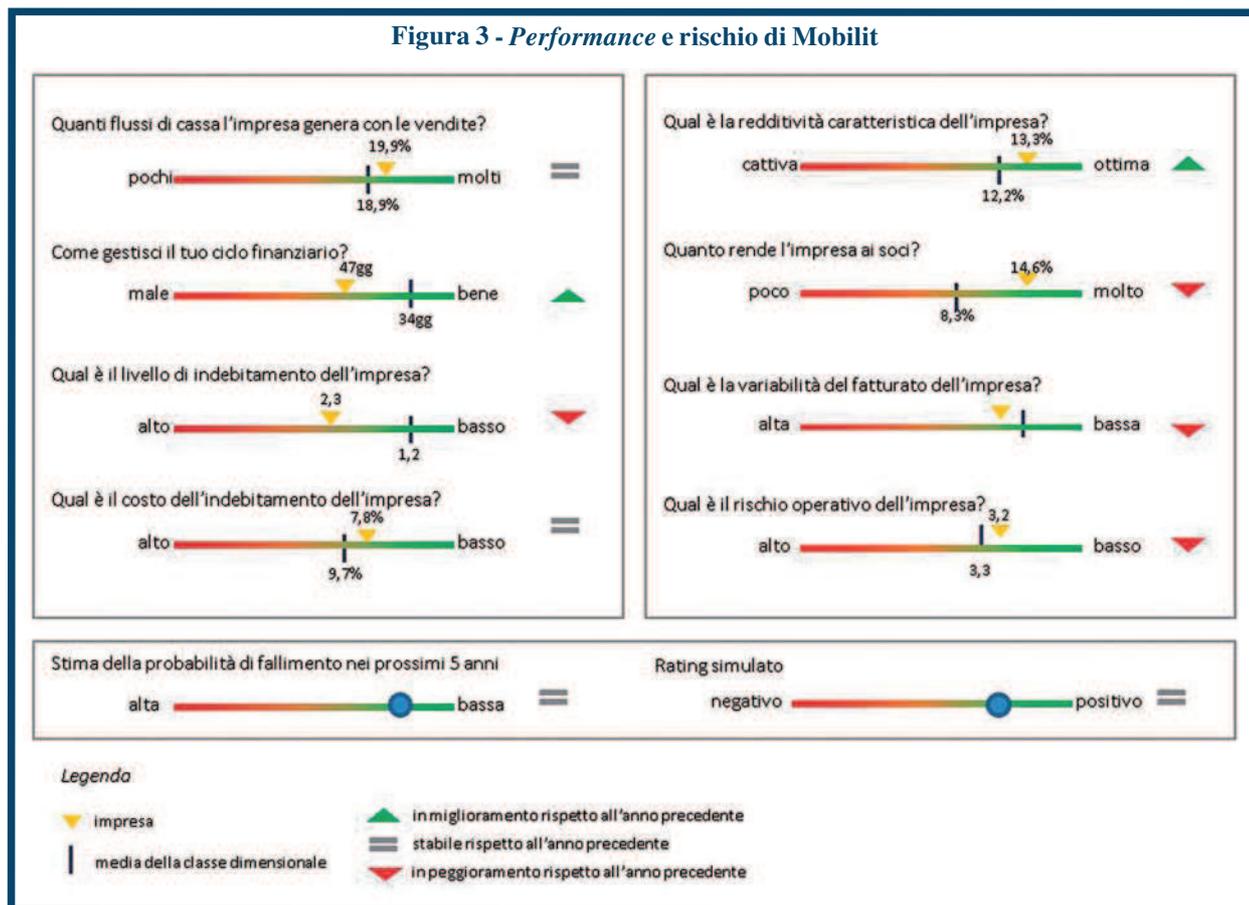
La figura 3 presenta le analisi relative a Mobilit.

L'analisi dei concorrenti

L'analisi dei concorrenti è facilmente svolta comparando i risultati dell'impresa alle altre imprese del settore e della classe dimensionale di appartenenza. Ne abbiamo già discusso nei paragrafi precedenti.

Qui ci soffermiamo sulla possibilità che l'analisi di alcune specifiche imprese, concorrenti diretti, possa essere di valido aiuto per la gestione aziendale. Un'impresa, ad esempio, ha colto le difficoltà finanziarie di un suo concorrente diretto e ha così potuto rivolgere un'offerta particolarmente allettante ai clienti del concorrente. La leva di *marketing* impiegata era principalmente connessa alle dilazioni di pagamento. L'analisi dei bilanci del concorrente evidenziava che questo difficilmente avrebbe potuto seguire la medesima politica, a causa di alcune tensioni finanziarie che si erano

Figura 3 - Performance e rischio di Mobilit



acute nel corso del tempo. In questo modo l'impresa ha aumentato la sua base-clienti e ridimensionato la posizione competitiva del concorrente.

In un altro caso l'analisi dei bilanci ha supportato un'impresa nella definizione del modello di *business* più produttivo per l'ingresso in un settore adiacente a quello già occupato.

La matrice performance-rischio

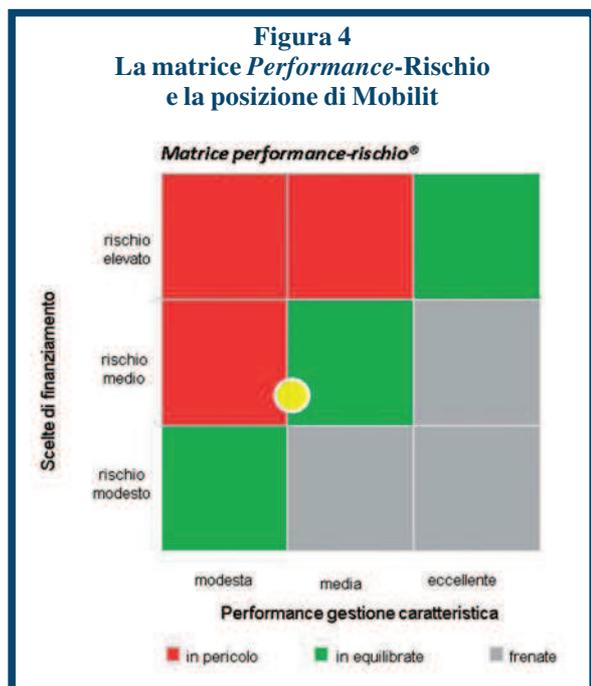
Le analisi presentate possono sintetizzarsi in una matrice capace di rendere visivamente evidente il posizionamento dell'impresa: la matrice *Performance-Rischio*. La figura 4 presenta la posizione di Mobilit.

L'asse orizzontale della matrice presenta la *performance* operativa dell'impresa, quella legata alla sua area caratteristica. Mediante un modello appositamente sviluppato si sintetizzano sia i risultati economico-finanziari prodotti dall'impresa che la sua rischiosità operativa, come precedentemente analizzata. L'asse verticale considera invece il profilo di rischio derivante dalle politiche finanziarie dell'impresa.

Per ogni asse, attraverso le analisi presentate nei paragrafi precedenti, si individuano tre livelli (modesto, medio, elevato) e le coordinate specifiche dell'impresa oggetto di analisi. Sulla matrice si evidenziano tre aree:

- 1) un'area di pericolo, contraddistinta da livelli elevati di rischio finanziario e livelli modesti di *performance* operativa;
- 2) un'area di sostanziale equilibrio, sebbene questo possa essere connesso a livelli modesti di rischio finanziario e *performance* operativa, oppure a livelli elevati di rischio finanziario controbilanciato però da una buona *performance* operativa;
- 3) un'area di tranquillità, in cui le *performance* dell'impresa potrebbero anche consigliare l'assunzione di maggior rischio finanziario.

Figura 4
La matrice Performance-Rischio e la posizione di Mobilit





Il ragionamento alla base della matrice è questo: l'impresa dovrebbe impostare politiche di finanziamento in grado di non aggravare ulteriormente il rischio cui già è soggetta per il fatto di operare in un certo settore e a certe condizioni operative. Un'impresa con una buona *performance* operativa, ovvero che produca rilevanti risultati economico-finanziari con una rischiosità di *business* modesta, può sopportare un grado di rischio finanziario maggiore, e può perciò meglio sostenere un rapporto di indebitamento comparativamente più elevato di altre.

L'approccio risulta, per nostra esperienza, particolarmente utile per la PMI. Sovente, infatti, vi è una tendenza a impostare politiche di finanziamento poco coerenti con le caratteristiche del *business* e con le strategie perseguite. Ne deriva il ricorso a interventi di ristrutturazione del passivo che avrebbero in parte potuto evitarsi se si fosse deciso con maggior lungimiranza. Riflettere in modo specifico sul maggior rischio d'impresa, derivante dalle politiche di finanziamento adottate, aiuta nel compito di disciplinare le scelte delle imprese.

La matrice mette in evidenza come le scelte operative e le scelte di finanziamento in azienda siano strettamente collegate tra di loro e debbano perciò valutarsi sempre insieme per poter cogliere e comprendere il loro impatto complessivo sulla *performance* dell'impresa.

La matrice così costruita permette al *management* di visualizzare con chiarezza e in modo immediato la posizione della propria impresa dal punto di vista della *performance* operativa e della rischiosità, senza la necessità di doversi confrontare con la tecnica di interpretazione degli indici di bilancio, la quale può creare una barriera rilevante all'impiego dell'analisi e alla comprensione dei risultati. La matrice porta alla luce i problemi in un modo così evidente da stimolare l'imprenditore e il manager ad andare fino in fondo per trovarne le cause e affrontarli. Ciò è importante per chi in azienda deve prendere decisioni in modo immediato e mirato.

Mobilit è, come si nota dalla figura 4, in una situazione di tranquillità relativa; tuttavia un peggioramento anche lieve della sua *performance* operativa la sposterebbe nell'area del pericolo. Ciò che l'analisi suggerisce è di ricalibrare alcune delle politiche dell'impresa per monitorare da vicino la *performance* operativa realizzata, e nel frattempo lavorare per ricondurla verso posizioni più sicure.

Questa analisi ha stimolato l'intervento del *management*, che si è indirizzato verso un maggior presidio dei fattori di successo (per tener sotto controllo la *performance* operativa) e la revisione della composizione delle fonti di finanziamento, al fine di ridurre il rischio finanziario dell'impresa.

Controllare la *performance* operativa ha richiesto analisi e interventi che hanno investito l'azienda in profondità: dal consolidamento del posizionamento strategico, alla gestione dei prezzi e redditività dei prodotti, fino ad arrivare all'analisi e al ridisegno di alcuni processi aziendali. E lo stesso grado di profondità ha riguardato l'analisi delle fonti di finanziamento. Ciò per evidenziare che l'analisi del bilancio è uno stimolo potente alla riflessione e all'azione.

Sulla matrice è ovviamente possibile presentare la stessa impresa nel corso del tempo, al fine di cogliere l'evoluzione della sua posizione. È interessante osservare che tale evoluzione si riferisce non solo all'impresa, ma all'impresa nell'ambito del settore di attività e dell'economia nel suo complesso. Perciò, ad esempio, un miglioramento della *performance* inferiore a quello dei concorrenti non si presenterà come un fatto del tutto positivo.

Sulla matrice possono inoltre essere posizionate le imprese concorrenti rispetto a quella che svolge l'analisi, per sintetizzare la posizione relativa di ognuna e ampliare perciò la profondità dell'analisi competitiva.

Conclusioni

Possiamo ora concludere ripartendo dal titolo di quest'articolo: L'analisi di bilancio è ancora utile?

Pensiamo di sì. Abbiamo già esplicitato le nostre ragioni e abbiamo avvertito che la conoscenza dei limiti insiti nell'analisi dovrebbe stimolare a impiegarla per la focalizzazione di aree da indagare più che per avere risposte chiuse.

Riteniamo che l'utilità dell'analisi possa amplificarsi se la si svolge in modo da beneficiare di *database* e strumenti disponibili con sempre maggior facilità. Abbiamo a tal fine presentato il nostro approccio di lavoro con l'ausilio di un caso reale per dimostrare che esso è fattibile.

Siamo convinti che l'approccio presentato sia utile soprattutto per la PMI, poiché stimola alla riflessione – anche strategica – e all'analisi dei risultati ottenuti alla luce di quanto fatto dai concorrenti. Focalizza inoltre l'attenzione su aree di sicuro interesse ed estremamente importanti, e fornisce una rappresentazione di sintesi facilmente comprensibile e comunicabile anche a chi non sia un esperto della materia.



Riferimenti bibliografici

Altman, E. I. (1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, pp. 189-209.
Brunetti G., Coda V. e Favotto F. (1990). "Analisi, previsioni e simulazioni economico-finanziarie d'impresa", Etas Libri, Milano.