

Economia Aziendale Online

Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

La Position Analysis.
La più Evoluta tra le Analisi di Bilancio

Matteo Navaroni

Pavia, July 2020
Volume 11 - N. 2/2020

www.ea2000.it
www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

Electronic ISSN 2038-5498
Reg. Trib. Pavia n. 685/2007 R.S.P.

La Position Analysis.

La più Evoluta tra le Analisi di Bilancio

Matteo Navaroni

Lecturer

Department of Economics and
Management. University of Pavia,
Italy

Corresponding Author:

Matteo Navaroni
University of Pavia, Via S. Felice
5, 27100 Pavia, Italy
Email: matteo.navaroni@unipv.it

ABSTRACT

Tra le diverse analisi di bilancio, la position analysis è sempre stata considerata, forse a ragione, tra le più significative. Si definiscono analisi di posizione, o position analysis, quelle volte a confrontare gli indici, calcolati sul bilancio di un'impresa, con gli indici medi di settore nel quale l'impresa si trova a operare. Tali analisi consentono di giudicare la posizione occupata dall'impresa nel settore relativamente agli indici indagati, individuando la posizione di ciascun indice al di sopra o al di sotto della media per effettuare diagnosi sufficientemente accurate in una tipica analisi "per eccezioni" rispetto a un dato medio assunto come parametro di confronto.

Among the various balance sheet analyses, the position analysis has always been considered, perhaps rightly, among the most significant. The Position analysis is aimed at comparing the indices, calculated on the balance sheet of a company, with the average sector indices in which the company operates. These analyzes make it possible to judge the position occupied by the company in the sector in relation to the indices investigated, identifying the position of each index above or below the average to make sufficiently accurate diagnoses in a typical analysis "for exceptions" with respect to a given average taken as a comparison parameter.

Keywords: Position Analysis, Indici di settore, Analisi spaziali, Redditività operativa, Tassi di rotazione, Valutazione liquidità, Rapporto indebitamento e copertura oneri finanziari

Cite as:

Navaroni, M. (2020). La Position Analysis: la più Evoluta tra le Analisi di Bilancio. *Economia Aziendale Online*, 11(2), 133-144.

1 – La Logica della Position Analysis

Com'è noto (Mella e Navaroni, 2012), le analisi di bilancio sono lo strumento fondamentale per l'apprezzamento della gestione delle aziende da parte di soggetti esterni. Secondo una definizione generale, per analisi di bilancio si può intendere, allora, secondo una prima definizione, un esame accurato, uno studio del bilancio attuato mediante scomposizione dell'unitario sistema del valore, in esso rappresentato, in parti osservabili autonomamente e distintamente, salvo, poi, giungere a una loro composizione in sintesi organiche, ove gli elementi analizzati si raccolgono a unità al fine di offrire informazioni significative per l'apprezzamento.

Si può denominare *apprezzamento* l'indagine volta a esprimere un giudizio, favorevole o sfavorevole, una valutazione, un

Section: *Refereed Paper*

Received: December 2019

Published: 10/07/2020

riconoscimento, positivo o negativo, sull'impresa in funzionamento, sulle performance gestionali conseguite e fitness aziendale, cioè sull'attitudine a conseguire performance future (Mella, Navaroni, p. 8).

Lo svolgimento di significative analisi di bilancio implica la possibilità di confrontare gli indici (gli indicatori) determinati elaborando i valori del bilancio dell'impresa da giudicare, con analoghi indicatori quantificati in altro modo.

A seconda dell'indice assunto quale base di confronto, le analisi di bilancio si possono, in linea di massima, distinguere in (Ferrero et al., 1998; Lev, 1974; Teodori, 2000; Maurini, 2014):

a) *Analisi temporali*: sono quelle attuate su una successione di bilanci di una stessa impresa, per consentire all'analista di cogliere la dinamica degli indici nei diversi anni lungo i quali si sviluppa l'analisi.

b) *Analisi spaziali o di posizione* (position analysis): il confronto è attuato tra gli indici calcolati sui bilanci dell'impresa A con gli indici calcolati per tutte le imprese del settore cui la A appartiene, allo scopo di individuare se l'impresa presenta indici posizionali al di sopra o al di sotto degli indici medi di settore e di giudicare, quindi, la posizione occupata dall'impresa nel settore relativamente agli indici indagati.

c) *Analisi per sistemi di obiettivi*: il confronto si basa sul valore dell'indicatore ottenuto in una certa data rispetto al valore atteso sulla base di valutazioni precedenti e prospettiche (obiettivi). L'analisi degli scostamenti in più esercizi misura il grado di conseguimento degli obiettivi da parte della gestione aziendale nel corso degli anni.

Le analisi sopra richiamate possono essere svolte congiuntamente così da evidenziare il confronto tra i risultati medi di settore rispetto a più esercizi di riferimento, in tal caso l'analisi prende il nome di spazio-temporale.

L'impresa potrebbe, ad esempio, presentare un ROI (Return on Investment) più elevato di quello medio ed essere posizionata più favorevolmente; potrebbe tuttavia avere una durata media dei crediti più elevata di quella di settore, ma questo posizionamento potrebbe non essere indice negativo; al contrario, potrebbe rivelarsi un indicatore positivo se e nella misura in cui consentirebbe all'impresa di spuntare prezzi relativamente più elevati in grado, appunto, di consentirle un ROI più alto di quello delle altre imprese.

Con la position analysis, il giudizio sulla gestione si esprime, quindi, analizzando le differenze tra ciascun indice individuale dell'impresa con il corrispondente indice di altre imprese *competitor* o rispetto all'indice medio di settore, e ricercandone le cause di tali differenze, in una tipica analisi "per eccezioni" rispetto a un dato medio assunto come parametro di confronto ma anche i punti di forza e di debolezza dell'impresa rispetto ai *competitor* (Rea, 2016).

La position analysis è molto efficace e potente in quanto consente di utilizzare le analisi di bilancio in modo analogo all'uso delle "analisi mediche", rivelatrici di anomalie, nei limiti, però, in cui *risultino quantificati correttamente gli indici di settore*, che devono essere calcolati con gli stessi criteri di riclassificazione impiegati dall'analista di bilancio.

Occorre esplicitamente osservare che le analisi di posizione risultano significativamente attuate non solo per singoli indici, posizionati al di sopra o al di sotto degli indici medi di settore, bensì per sistemi o grappoli di indici significativi; tutti gli indici possono essere opportunamente collegati, come rivela il Dupont Tree (Figura 1) oppure come esplicitati nell'albero di regressione degli indicatori Economici (Tarquinio, Raucci, Verna, Benedetti, 2016) ed è, quindi, possibile esprimere un giudizio a partire dall'analisi degli scostamenti, rispetto alla media, dell'intero sistema di ratios .

A final development during this period was that of a "pyramid" system in the evaluation of operating results of divisions by the E.I. du Pont de Nemours Company. The du Pont Company believed that a system of financial control should include a periodic forecast of sales and profits, a

forecast of working capital requirements and cash resources, a capital expenditures budget and working capital standards, together with statements that show actual operating performance and balance sheet conditions promptly after the close of the accounting periods. The apex of the pyramid system [the Dupont Tree] was rate of return on investment of which Alfred P. Sloan, Jr., stated, "no other financial principle with which I am acquainted serves better than rate of return as an objective aid to business judgement". The du Pont "pyramid" system was the first documented framework for ratio analysis used operationally and effectively for managerial analysis." (Du Pont de Nemours, 1961).

Il sistema Dupont può essere ricavato dalla teoria dell'impresa quale sistema di trasformazione efficiente (Mella, 2005; Mella e Demartini, 2011; Mella, 2014).

2 – L'Obiettivo della Position Analysis

In linea generale, le analisi di posizione hanno l'obiettivo di consentire all'analista di valutare la gestione corrente e gli investimenti attuati, stabilendo se l'impresa utilizza in modo efficiente le risorse di cui dispone, se i suoi margini di profitto sono adeguati rispetto a quelli di imprese simili operanti nel settore, se l'investimento in immobilizzazioni è troppo elevato, se la sua situazione finanziaria è buona, se la consistenza delle scorte è eccessiva, se la riscossione dei debiti avviene in modo efficiente, se i costi di produzione sono più elevati rispetto a quelli della media del settore, se i costi di distribuzione sono elevati, se infine le spese generali sono allineate a quelle delle altre imprese (Salmi et al., 2005; Drake e Fabozzi, 2008).

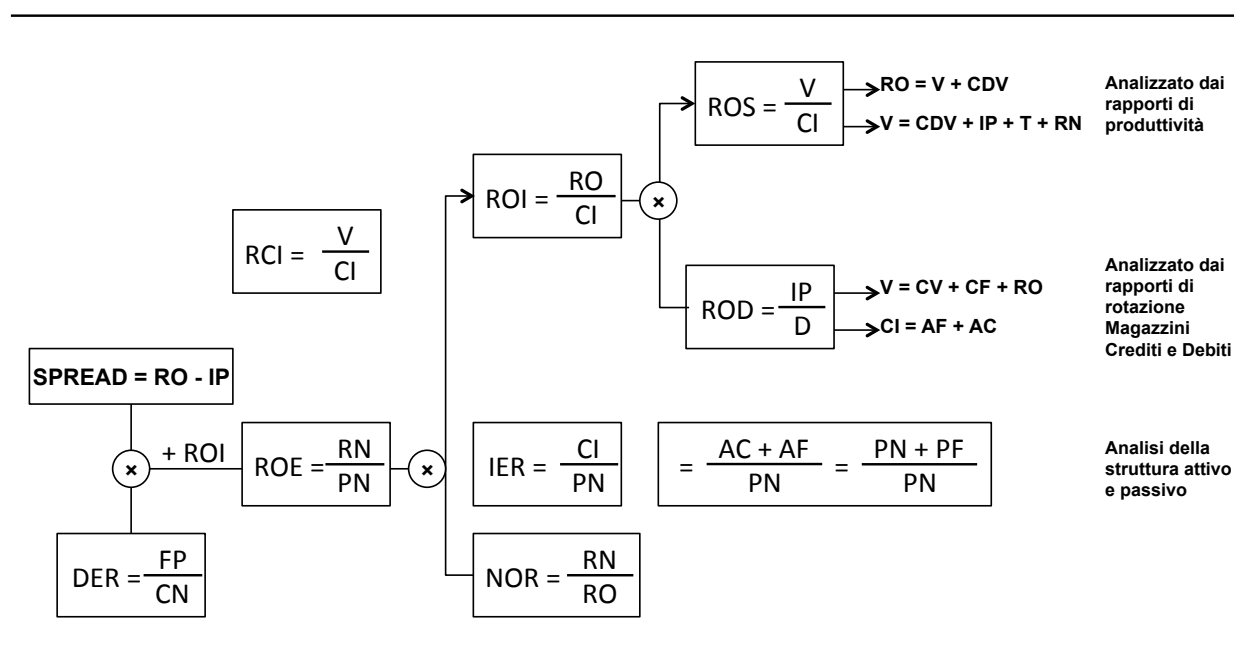


Figura 1 – Il Dupont Tree costituisce il sistema fondamentale degli indici di bilancio con riferimento alla redditività (per il significato delle sigle degli indicatori, si rinvia a Mella e Demartini, 2011; Mella e Navaroni, 2011)

La position analysis può essere, condotta tanto da un analista *esterno*, che operi con i soli dati dei bilanci, quanto da uno *interno*, che disponga anche di dati tratti dalla contabilità analitica; nel seguito dell'articolo supporremo che le analisi di posizione debbano essere condotte da un analista esterno. Il processo attraverso cui un analista interno valuta la situazione dell'impresa in un certo momento viene denominato *position audit*; esso è attuato solitamente nell'ambito della pianificazione finanziaria, o nella fase del controllo finanziario di gestione; il soggetto

preposto alla Position Analysis interna è, solitamente, il *Financial manager* anche se questa forma di analisi può essere, ovviamente, utilizzata anche da soggetti esterni interessati all'andamento dell'impresa.

Per attuare la position analysis si procede, di massima, come segue:

1 – Occorre innanzitutto ricercare gli indici medi di settore: in altri paesi vi sono organismi pubblici e privati che calcolano numerose serie di indici medi di settore; in Italia un numero limitato di operatori forniscono gratuitamente i dati medi per i maggiori settori dell'economia.

2 – Calcolare gli indici per l'impresa da analizzare, verificando che sia i criteri di riclassificazione impiegati, sia gli indici calcolati, siano conformi alla metodologia utilizzata nel calcolo degli indici medi di settore.

3 – Confrontare gli indici dell'impresa con quelli di settore e interpretarne gli eventuali scostamenti.

4 – Per interpretare significativamente tali scostamenti occorre cercare di correlare tra loro diversi indici che presentino relazioni logiche significative.

Il punto 4) è il più difficile da attuare, perché non esiste uno *schema logico uniforme* da seguire; sono proprio l'abilità nell'individuazione di relazioni tra diversi indici e la capacità di capire le cause della diversa "posizione" aziendale rispetto alla media a qualificare un "buon" analista di bilancio.

Nei paragrafi successivi verrà presentata una traccia di sviluppo della procedura, supponendo comunque di disporre di un *significativo sistema di indici medi di settore* calcolati secondo criteri ritenuti attendibili e, in ogni caso, analoghi a quelli seguiti nell'analisi del bilancio da sottoporre ad apprezzamento; limitandosi, pertanto, a indicare come si possano condurre concretamente tali analisi. Prima di proseguire si desidera ribadire ancora che non esiste uno *schema standard* per attuare tali analisi; l'analista potrebbe iniziare con un giudizio sugli indici di liquidità, oppure potrebbe operare sugli indici di economicità per trovare collegamenti con quelli di altra specie. Solitamente si preferisce iniziare con l'esame dei *ratios* di redditività, ponendo in luce anche le relazioni fondamentali tra il ROE e il ROI.

3 – Lo Sviluppo di un Caso Ipotetico. I Dati di Base

Immaginando che il bilancio dell'ipotetica impresa Beta, riclassificato in forma sintetica, presenti i valori indicati nella Figura 2. Lo stato patrimoniale è stato riclassificato secondo la logica finanziaria a liquidità decrescente, distinguendo le attività in attività correnti (a loro volta distinte in liquidità immediate, liquidità differite e realizzabilità) e attività fisse o immobilizzazioni.

Tutte le attività sono al netto dei valori di rettifica iscritti solitamente nella sezione avere (i fondi ammortamento, per esempio, sono detratti dai valori delle relative immobilizzazioni; il fondo svalutazione crediti è detratto dai crediti relativi e così via). Le passività sono classificate in passività correnti e passività fisse, rappresentate dai finanziamenti passivi onerosi e dal trattamento di fine rapporto. Nella sezione avere viene indicato anche il capitale netto. La somma del passivo fisso e del capitale netto configura il capitale investito:

$$PF + CN = CI.$$

La differenza tra attivo corrente e passivo corrente configura il capitale circolante netto:

$$AC - PC = CCN.$$

Il Conto economico viene riclassificato in forma scalare, con il calcolo del valore aggiunto e del reddito operativo. Nello sviluppo della position analysis si possono utilizzare riclassificazione ancora più analitiche.

IMPRESA BETA					
STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO					
Liquidità immediate	100		Passivo corrente		800
Liquidità differite	900				
Realizzabilità	600		Passivo fisso		1,400
Attivo corrente		1,600			
Immobilizzazioni	4,000		Capitale sociale	1,200	
- Fondi ammortamento	1,400		Riserve	800	
Attivo fisso		2,600	Patrimonio netto		2,000
Totale		4,200	Totale		4,200

IMPRESA BETA				
CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO				
+	ricavi netti			6,000
-	consumi di materie			2,200
=	valore aggiunto			3,800
-	costi industriali			1,600
-	costi commerciali			1,000
-	costi generali			860
=	reddito operativo			340
-	interessi passivi			74
=	pre-tax profit			266
-	imposte			106
=	reddito netto			160

Figura 2 – Il bilancio dell'impresa Beta per la position analysis

4 – L'Analisi della Redditività Operativa: ROI, ROS e SIR

La prima analisi che si consiglia di attuare è quella della redditività, e il primo indice ritenuto fondamentale per un giudizio complessivo è il ROI (Return On Investment), quantificato dal rapporto tra reddito operativo e capitale investito (Riva, 2007):

$$ROI = RO / CI$$

Per l'impresa Beta i calcoli sono i seguenti:

$$CI = PF + PN = 3.400$$

$$RO = 340$$

$$ROI = 10\%$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

$$> ROI \text{ medio del settore} = 16\% <$$

Dal confronto risulta immediatamente evidente che il ROI dell'impresa Beta è nettamente "al di sotto" del ROI mediamente conseguito dalle imprese del settore in cui opera. Per cercare di giustificare le ridotte performance sul ROI, conviene considerare le relazioni tra il ROI e altri due

importanti indici di redditività dai quali esso deriva: il ROS (Return on Sales) e il SIR (Sales/Investment ratio). Tra i tre indici, vale, infatti, la relazione fondamentale (Coda et al., 1974):

$$\text{ROI} = \text{ROS} \times \text{SIR} = \frac{\text{RO}}{\text{VDV}} \times \frac{\text{VDV}}{\text{CI}}$$

Poiché il ROS si determina dal rapporto tra reddito operativo e vendite nette (Sales):

$$\text{ROS} = \text{RO} / \text{Fatturato netto}$$

Esso esprime il “ricarico sul fatturato” e rappresenta un indicatore della capacità commerciale e produttiva dell'impresa; in effetti, non è sufficiente che la gestione commerciale aumenti il fatturato per incrementare il ROI, ma è anche necessario che l'aumento delle vendite non vada ad aumentare i costi di produzione con l'effetto di ridurre il ricarico, vale a dire il reddito operativo rapportato al fatturato stesso. Il ROS, quindi, è indicatore tanto dell'*efficienza commerciale* (sviluppo delle vendite e dei margini), quanto di quella *produttiva* (contenimento dei costi di produzione a fronte dei maggiori volumi di vendite) (Mella, 2018).

Il SIR si determina dal rapporto tra volumi delle vendite ed entità del capitale investito;

$$\text{SIR} = \text{Fatturato netto} / \text{Capitale investito}$$

Tale indice è importante in quanto esprime l'*efficienza dell'impresa nell'impiegare le risorse disponibili*, rappresentate dal capitale investito, per conseguire ricavi. Tale rapporto esprime il duplice significato sia di *rotazione del capitale investito*, in quanto indica quante volte si recupera il capitale investito con il fatturato realizzato, cioè quante volte ruota nell'anno, sia di *rapporto di produttività*, perché indica quante unità monetarie di fatturato si possono ottenere per ogni unità monetaria di capitale investito. Le determinanti di questo indicatore sono quindi riconducibili in una serie di indici di rotazione e di durata che evidenziano in modalità diverse la velocità dei processi aziendali (Montrone, 2005)

Il ROS, dunque, in quanto esprime la relazione tra i costi e i ricavi dell'impresa, può offrire una prima “spiegazione” della misura del ROI. Per l'impresa Beta si desume:

$$\text{ROS} = 340 / 6.000 = 5,67\%$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

$$> \text{ROS medio del settore} = 7\% <$$

Il ROS della Beta risulta, dunque, inferiore di circa il 20% rispetto alla media del settore; ciò indica o che i prezzi di vendita dell'impresa sono relativamente inferiori, o che i costi sono relativamente elevati, oppure l'una e l'altra circostanza insieme. Il ROS, dunque, indica fino a che punto l'impresa può affrontare perdite derivanti da un aumento dei costi o da una diminuzione dei prezzi. Si può pertanto inferire che l'impresa goda di una *scarsa efficienza commerciale* (efficienza esterna) e/o di *scarsa efficienza produttiva* (efficienza interna). Ciò significa che l'impresa manifesta un *segno di debolezza* rispetto alle concorrenti, debolezza che occorre identificare proseguendo le analisi. Un'analisi comparativa dei rapporti di rendimento dei fattori, tipicamente dei rapporti di rendimento del lavoro con i rapporti medi di settore, può porre in luce il livello dei costi rispetto a quelli della concorrenza.

Prendendo ora in considerazione il SIR, che esprime l'intensità di utilizzazione del capitale. Dal punto di vista dei risultati economici è conveniente che il capitale sia utilizzato quanto più intensamente possibile, purché ciò non comporti un eccessivo aumento dei costi. Per la Beta si ottiene il seguente valore:

$$\text{SIR} = 6.000 / 3.400 = 1,8 \text{ volte}$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

$$> \text{SIR medio del settore} = 2,3 \text{ volte} <$$

Il SIR dell'impresa Beta, dunque, è notevolmente inferiore della media del settore. Ciò significa che l'impresa non genera un volume sufficiente di vendite in relazione all'entità dei suoi investimenti, oppure che non riesce a utilizzare la capacità produttiva allo stesso livello degli altri concorrenti. Occorrerebbe aumentare le vendite, o ridurre il capitale investito, oppure operare in entrambe le direzioni.

Ecco dunque "spiegato" il basso livello del ROI: sia le capacità di ricarica dell'impresa, sia l'utilizzo scarso del capitale, sia probabilmente una debole forza commerciale, costringono la Beta a posizionarsi ben al di sotto della redditività operativa del settore.

Volendo approfondire la correlazione tra ROS e SIR è generalmente possibile evidenziare una proporzionalità inversa tra questi indicatori, solitamente in presenza di elevati livelli di ROS il flusso di reddito operativo è generato per effetto di una bassa rotazione del capitale e al contrario in presenza di bassi livelli di ROS, il reddito operativo è generato per effetto di un'elevata rotazione del capitale investito. Tale condizione non ha una validità generale in quanto non sono infrequenti casi di aziende che godono di un effetto moltiplicativo del reddito operativo sulla base di una duplice condizione favorevole di elevato ricarico sul fatturato e contemporaneo elevato livello di rotazione del capitale investito (Torcivia, 1990)

5 – I Tassi di Rotazione del Capitale Fisso e Circolante e del Magazzino

Per analizzare ulteriormente le ragioni del basso ROI e del basso SIR, conviene analizzare e valutare l'efficienza di utilizzo del *capitale fisso* e del *capitale circolante*. Si può calcolare, innanzitutto, il *tasso di Rotazione del Capitale Fisso* perché, almeno normalmente, quanto più è elevato tale tasso di rotazione, tanto maggiore è l'efficienza con la quale vengono utilizzati gli impianti e le attrezzature.

Il tasso di rotazione del capitale fisso è quindi influenzato da: (i) dalle politiche che a vario titolo impattano sui ricavi (quantità, prezzo, modalità distribuzione) (ii) composizione qualitativa del capitale e quindi dall'elasticità della gestione (Ferrero 1987; Cantino et al, 2016; Beretta, Navaroni 2016)

Per l'impresa Beta si desume che:

$$\text{Rotazione Capitale Fisso} = \text{Ricavi di vendita} / \text{Immobilizzazioni} = 6.000 / 2.600 = 2,3 \text{ volte}$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

$$> \text{Rotazione Capitale Fisso} = 5 \text{ volte} <$$

Appare subito chiaro che il tasso di rotazione del capitale fisso dell'impresa Beta non regge il confronto con quello medio del settore; ciò indica che la Beta non utilizza le sue immobilizzazioni con la stessa efficacia delle altre imprese. Ciò rafforza l'ipotesi che sia necessario ridurre il capitale investito in immobilizzazioni o aumentarne il grado di utilizzo, qualora però la *rete commerciale* sia in grado di far fronte alla maggiore produzione.

L'analisi del tasso di *Rotazione del Capitale Circolante* non è semplice. Da un lato, quanto maggiore è la rotazione del capitale circolante, tanto maggiore appare l'efficienza nel rifornimento dei magazzini e nella gestione del credito alla clientela; d'altro lato, specie per un creditore, una rotazione troppo veloce può essere un segnale d'allarme, perché un basso circolante potrebbe significare scarsa liquidità, necessità di ridurre le scorte o di incassare al più presto i crediti verso la clientela. In seguito a un'improvvisa caduta delle entrate o al rallentamento dei pagamenti da parte dei debitori, l'impresa con una veloce rotazione del capitale potrebbe trovarsi in difficoltà nell'effettuare i pagamenti ai propri creditori; questo rapporto può quindi offrire un'indicazione tempestiva, quanto sintetica, di una mancanza di liquidità. Per la Beta si rileva che:

$$\text{Rotazione Capitale Circolante} = \text{Vendite} / \text{Cap. Circolante Netto} = 6.000 / 800 = 7,5 \text{ volte}$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

> Rotazione Capitale Circolante = 4,5 volte <

Dal confronto tra i due tassi di rotazione si deduce che l'elevato tasso di rotazione del capitale circolante dell'impresa possa esprimere un impiego efficiente delle attività correnti nette, ma dal punto di vista dei creditori l'impresa potrebbe essere vulnerabile in un periodo di limitata liquidità

Occorre integrare l'analisi del circolante con la ricerca dei *tassi di Rotazione delle Scorte*, dei *crediti* e dei *debiti commerciali*. Considerando ora il *tasso di rotazione del magazzino*, definito dal rapporto tra fatturato e magazzino (esistono numerose altre varianti) (Allegrini et al, 2016):

$$\text{Rotazione magazzino} = \text{Fatturato netto} / \text{Magazzino}$$

Questo rapporto indica se le scorte dell'impresa siano giustificate in rapporto alle vendite. Un rapporto elevato rivela, di massima, la capacità della direzione di realizzare una frequente rotazione delle scorte, mentre un rapporto basso, specialmente se accompagnato da un elevato rapporto scorte/capitale circolante, può indicare un controllo inefficiente del magazzino o la permanenza di prodotti avariati o obsoleti. Per la Beta si desume che:

$$\text{Rotazione Magazzino} = \text{Vendite} / \text{Magazzino} = 6.000 / 600 = 10 \text{ volte}$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

> Rotazione del Magazzino = 9 volte <

Il tasso di rotazione delle scorte della Beta si mantiene sul livello medio del settore e, considerato congiuntamente al rapporto scorte/capitale circolante (= 600/800), pure vicino alla media del settore, esso indica che il controllo delle scorte sia da ritenersi soddisfacente. Occorre però una certa cautela: in un settore caratterizzato da un'elevata *stagionalità*, se nell'impresa analizzata il periodo amministrativo non coincide con quello della media delle imprese, l'indice di rotazione del magazzino potrebbe discostarsi da quello medio del settore. In questo caso, occorrerebbe determinare il livello delle scorte dell'impresa alla data di chiusura dell'esercizio da parte delle altre imprese.

Si può procedere ora con analisi complementari, considerando per esempio, il tasso *Rigidità dell'Attivo*, definito dal rapporto:

$$\text{Tasso di Rigidità dell'Attivo} = \text{Attivo Fisso} / \text{Totale attività}$$

Una rigidità elevata è sintomo di *scarsa elasticità* del capitale e di *rischi di sottoutilizzazione delle immobilizzazioni*; occorre, tuttavia, una certa cautela nei giudizi, poiché nelle imprese *industriali*, le attività fisso costituiscono la struttura produttiva essenziale e tramite il loro utilizzo si generano i profitti; pertanto, questo rapporto dovrebbe essere elevato, e ciò sarebbe indice di elevata capacità produttiva; un rapporto troppo elevato, però, può essere indizio di una sottoutilizzazione delle immobilizzazioni.

Nella Beta:

$$\text{Tasso di Rigidità dell'Attivo} = 2.600 / 4.200 = 62\%$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

> Rigidità dell'Attivo = 45% <

Questo dato sembra suggerire la conclusione, del resto già intuibile, che l'impresa abbia investito in modo eccessivo in immobilizzazioni e che i fattori di struttura risultino sottoutilizzati.

6 – Valutazione della Liquidità: CTR, QTR e Durata Media dei Crediti

L'analisi della liquidità si può sviluppare considerando il *Quoziente di Disponibilità* o CTR (Current Test Ratio) che è l'espressione generalmente accettata della solvibilità a breve termine;

esso, infatti, indica in quale grado i debiti a breve scadenza siano coperti da attività che si prevede di convertire in mezzi liquidi entro un periodo corrispondente, all'incirca, alla scadenza dei debiti (Anthony, Breitner, 2010).

Nella Beta è possibile desumere:

$$\text{CTR} = \text{Current Test Ratio} = \text{Attività Correnti} / \text{Passività Correnti} = 1.600 / 800 = 2$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

$$> \text{Current Test Ratio} = 2,2 <$$

Il *quoziente di disponibilità* della Beta, pari a 2 e vicino alla media del settore, indica che, se le attività correnti fossero liquidate al 50% soltanto del valore contabile, i debiti a breve scadenza potrebbero essere ugualmente pagati per intero.

Prendendo ora in considerazione il QTR (Quick Test Ratio), indice di liquidità altrettanto significativo, che si ottiene rapportando le *sole liquidità* alle *passività correnti*. Il QTR è importante come espressione della capacità dell'impresa di pagare le passività a breve scadenza. La stagionalità opera in questo caso in senso inverso a quanto visto in precedenza, poiché, se le scorte presentano delle variazioni stagionali, variazioni di opposto senso interverranno nelle attività liquide.

Per la Beta si desume che:

$$\text{QTR} = \text{Quick Test Ratio} = \text{Attività Liquide} / \text{Passività Correnti} = 1.000 / 800 = 1,25$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

$$> \text{Quick Test Ratio} = 1 <$$

Per la Beta questo quoziente può ritenersi soddisfacente.

Al fine di valutare la liquidità, al CTR e al QTR si affiancano le determinazioni comparative offerte dall'indice della *Durata media dei Crediti*, un indice indiretto della *rotazione dei crediti*, che si calcola: a) dividendo i *ricavi annui di vendita* per 360 giorni dell'anno (non per 365, e ciò per comodità) e ottenendo così il *ricavo medio giornaliero*; b) dividendo i *crediti* per il *ricavo medio giornaliero*.

$$\text{Ricavo medio Giornaliero} = \text{Ricavi annui} / 360 \text{ giorni per anno} = 6.000 / 360 = 16,67$$

$$\text{Durata media Crediti} = \text{Crediti} / \text{Ricavo giornaliero medio} = 900 / 16,67 = 54 \text{ giorni}$$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

$$> \text{Durata media Crediti} = 50 \text{ giorni} <$$

Anche in questo caso vale l'osservazione precedente sulla stagionalità. Per la Beta, la durata media dei crediti è leggermente superiore a quella del settore. Se essa fosse stata notevolmente superiore, le cause si sarebbero potute ricercare in un inefficiente controllo dei crediti o nell'esistenza di crediti dubbi e inesigibili. Se fosse stato di molto inferiore a quello medio, si avrebbe avuto la sensazione di un fabbisogno di liquidità con accelerazione dell'incasso e la riduzione della dilazione media dei crediti di fornitura.

7 – Rapporto di Indebitamento e Indice di Copertura Oneri Finanziari

Il *Rapporto di Indebitamento* che indica la percentuale di *capitale investito* coperta dal *capitale di credito*. I *creditori* preferiscono rapporti di indebitamento di valore modesto, perché è indice di una maggiore garanzia dell'attivo per i crediti vantati. Al contrario, gli *azionisti* possono preferire un rapporto elevato e ciò per due ragioni: 1) perché un rapporto elevato può aumentare il saggio di dividendo per l'effetto prodotto dalla *leva finanziaria*, e 2) perché si raccolgono nuovi capitali senza diluire il controllo. Un rapporto di indebitamento troppo elevato d'altra parte può essere

un segnale di pericolo, perché potrebbe indicare una riduzione del capitale proprio e la scarsa fiducia degli azionisti nella loro stessa società (De Crescenzo, 2006; Ghini, 2007; Mella, Navaroni, 2015).

Rapporto di Indebitamento = Capitale di credito / Capitale investito = $1.400 / 3.400 = 41,2\%$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

> Rapporto di Indebitamento medio = $33\% <$

Poiché il *Rapporto di Indebitamento* del settore (e dell'industria manifatturiera in genere) si aggira sul valore di un terzo, la Beta potrebbe incontrare difficoltà a incrementare il capitale di credito se prima non aumenta il capitale proprio.

Il rapporto precedente diventa più significativo se integrato con l'*Indice di copertura degli oneri finanziari (o interessi passivi)*, che si determina dividendo il *reddito operativo* per il *totale degli oneri finanziari*. Esso indica fino a che punto può diminuire il reddito operativo prima che l'impresa si trovi nell'impossibilità di far fronte agli oneri finanziari d'esercizio.

Copertura degli oneri finanziari = Reddito Operativo / Oneri finanziari = $340 / 74 = 4,9$

Supponendo che dall'esame degli indici di settore risulti:

> Copertura degli oneri finanziari = $7.5 \text{ giorni} <$

Il confronto rafforza la conclusione (fondata anche sul rapporto di indebitamento) che la Beta avrà probabilmente delle difficoltà a raccogliere nuovo capitale di credito.

8 – Conclusioni

Poiché lo scopo era di illustrare il metodo della Position Analysis, si è limitato l'esame a pochi quozienti, ma il Lettore sarà in grado di utilizzare altri numerosi indici che ritenga significativi. Risulta utile una breve sintesi delle conclusioni cui si è pervenuti con i dati dell'esempio.

– La situazione di liquidità della Beta, misurata dai quozienti di disponibilità e di liquidità (entrambi vicini alla media del settore), è da ritenersi buona.

– Gli indici relativi ai debiti indicano che l'impresa è fortemente indebitata ed è dubbio che essa possa ulteriormente ricorrere al credito senza aumentare il capitale proprio.

– Il tasso di rotazione medio delle scorte e la durata media dei crediti dimostrano entrambi che le attività correnti dell'impresa sono in una situazione di equilibrio.

– Il basso tasso di rotazione del capitale indica un investimento eccessivo in immobilizzazioni; in altri termini, l'impresa avrebbe probabilmente potuto operare, per produrre quei ricavi, anche dotandosi di un volume minore di immobilizzazioni.

– Il basso rapporto di rotazione del capitale investito e immobilizzato rende urgente anche rivedere le strategie di marketing (per ulteriori approfondimenti sarebbe necessario indagare i livelli del valore aggiunto e del margine di contribuzione e del margine operativo lordo - MOL).

– Si spiega a sua volta l'elevato rapporto di indebitamento, poiché l'acquisto delle immobilizzazioni è stato finanziato con il capitale di debito.

– L'utile sulle vendite è basso, e ciò sta a indicare che i costi sono troppo alti o che i prezzi di vendita sono bassi, o entrambe le dinamiche contemporaneamente.

– La redditività del capitale investito è inferiore a quella media del settore. Ciò è dovuto, in parte, al basso utile sulle vendite e, in parte, alla rilevante entità del capitale investito.

L'esempio sviluppato, oltre a illustrare la metodologia della Position Analysis, evidenzia anche uno dei limiti fondamentali di questa tecnica di apprezzamento. Appare chiaro, infatti, che la condizione essenziale per la validità della Position Analysis è la disponibilità dei dati di settore.

Nei paesi di lingua anglosassone già da decenni organismi pubblici e privati elaborano diverse serie di indici di settore con metodologie diverse, regolarmente pubblicati, ai quali l'analista può attingere per le proprie analisi di posizione a seconda delle sue esigenze di confronto.

In Italia l'elaborazione di dati settoriali è stata attuata con qualche anno di ritardo. Nel maggio del 1983, per iniziativa della Banca d'Italia e dell'Associazione Bancaria Italiana - ABI, si è costituita, con un nucleo iniziale di 44 istituti di credito ordinario e di credito speciale, una società autonoma: la "Centrale dei bilanci srl", società per gli studi finanziari, operativa dal 1° gennaio 1986, che aveva per oggetto il coordinamento delle precedenti iniziative bancarie al fine di rendere più efficiente la rilevazione e l'elaborazione dei dati.

Tale Centrale dei bilanci, più che per analisi veramente operative di posizione, aveva lo scopo di fare opera di persuasione e di istruzione per aziende clienti le quali, fornendo il proprio bilancio, potevano averlo restituito riclassificato e analizzato secondo gli schemi usati dalle banche interessate. Era quindi naturale che le imprese gradualmente "imparassero" a presentare bilanci redatti in modo efficiente.

Anche la Cerved, la rete informatica delle Camere di Commercio, istituita per fornire agli operatori importanti informazioni sul commercio nazionale e sul commercio estero, aveva iniziato, in quegli anni, a immagazzinare i bilanci di numerose società ma non attuava aggregazioni significative e analisi accurate.

Nel settembre 2009 da alcuni fondi di private equity, Bain Capital, è nata la nuova Cerved Group, leader in Italia nel campo della Business Information nella quale la Centrale dei Bilanci si è integrata con Cerved, Lince, Databank, Finservice, Consit, Jupiter e Honyvem per offrire una completa e affidabile gamma di servizi di business information (Cerved, online).

Attualmente l'archivio della Centrale dei bilanci raccoglie oltre 13 milioni di bilanci di società operanti nei diversi settori e questo rilevante archivio può costituire una fonte di informazioni per le analisi di posizione.

9 – References

- Allegri M, Giannetti R., Lattanzi N., Lazzini S. (2016), Elementi di bilancio e di management. Strumenti manageriali per il governo economico dell'azienda, Giappichelli Editore, Torino.
- Anthony R.N., Breitner L.K., (2010), Il Bilancio. Misurazione e analisi della performance, Pearson. Prentice Hall, Ed. Italiana Mondadori Spa.
- Beretta V., Navaroni M. (2016), Controllo delle scorte. Modelli di ottimizzazione. Economia Aziendale Online, Vol. 7, N, 4/2016.
- CERVED (2019). Webpage. <https://company.cerved.com/it/chi-siamo>.
- Cantino V., Devalle A., De Bernardi, P (2016), Sistemi di rilevazione e misurazione delle performance aziendali: Dalla redazione del bilancio di esercizio al controllo di gestione, Giappichelli Editore, Torino.
- Coda V., Brunetti G., Barbato Bergamin M. (1974), Indici di bilancio e flussi finanziari, Etas Libri, Milano.
- De Crescenzo V. (2006), Le scelte di finanziamento delle imprese: un'analisi comparata, Giuffrè, Milano
- Drake P. P., Fabozzi F. J. (2008), Financial Ratio Analysis. Handbook of Finance, John Wiley & Sons.
- Du Pont de Nemours, E. I. and Company (1961), Executive Committee Control Charts: A Description of the Du Pont Chart System for Appraising Operating Performance, American Management Association Bulletin, No. 6.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., (1998), Le analisi di bilancio, Giuffrè, Milano.

- Ferrero G, (1987), *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano.
- Gargiullo S. (1981), *Strutture finanziarie di impresa: significatività degli indici di bilancio attraverso l'analisi di quattro settori industriali*, Atlantis, Roma.
- Ghini A. (2007), *La cultura dell'indebitamento delle imprese italiane*, *Economia Aziendale 2000 Web*, No. 2-3, 83-97.
- Lev B. (1974), *Financial Statement Analysis: A New Approach*, (Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ).
- Maurini G. (2014), *L'analisi di bilancio quale strumento di valutazione dei risultati economico-finanziari negli enti locali*, Franco Angeli, Milano
- Mella P. (2018), *I Sistemi di Controllo nelle imprese. Macro e micro controllo di gestione*. *Economia Aziendale Online*, Vol. 9, N. 1, pp. 23-45.
- Mella P. (1993), *Trattato di amministrazione d'impresa, Tomo II, Contabilità e Bilancio*, Utet, Torino.
- Mella P. (2005). *Performance Indicators in Business Value-Creating Organizations*. *Economia Aziendale 2000 Web*, Vol.2/2005. pp.25- 52.
- Mella P. (2014). *The Magic Ring: Systems Thinking Approach to Control Systems*. Springer. New York, Dordrecht, London.
- Mella P., Demartini C. (2011). *Efficienza aziendale e gestione delle performance*. Pavia University Press. Pavia.
- Mella P., Navaroni, M. (2012). *Analisi di Bilancio*. Maggioli, Bologna.
- Mella P., Navaroni, M. (2015). *Il cash flow. Efficace strumento di analisi di bilancio*. *Economia Aziendale Online*, Vol. 6, N. 3, pp. 99-114.
- Montrone A (2005), *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, Franco Angeli, Milano
- Rea M, (2016). *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli Editore, Torino.
- Riva A, (2007). *Scelte strategiche e sistemi di Value Based Management e stakeholder reporting La relazione tra le decisioni e i risultati*. *Economia Aziendale 2000 Web*, No. 2-3, pp. 99-109.
- Salmi T, Nikkinen J, Sahlström P. (2005), *The Review of the Theoretical and Empirical, Basis of Financial Ratio Analysis Revisited*, online at: <http://lipas.uwasa.fi/~ts/ejre/ejre.html>.
- Tarquinio L., Raucci D, Verna I., Benedetti R. (2016), *Gli indicatori economici, ambientali e sociali nei rendiconti di sostenibilità delle società quotate alla Borsa Italiana*. *Economia Aziendale Online*, Vol. 7, N, 3, pp. 197-219.
- Teodori C. (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli Editore, Torino.
- Torcivia S. (1990), *Le determinazioni del ROE. I differenti scopi conoscitivi in ambiti aziendali differenziati*, *Collana di studi economico-aziend.* Giuffrè, Milano.
- Whittington, G. (1980), *Some Basic Properties of Accounting Ratios*, *Journal of Business Finance and Accounting*: pp. 219-223.