

Arduino Gulisano Consulting Sas

LETTURA ED ANALISI  
DI UN  
BILANCIO

Dispense ed esercizi  
Predisposti per le giornate di  
PARLOMES - BRESCIA

Aprile 2004

Dr. Ing. Arduino Gulisano

## *1- Premessa*

Il bilancio di esercizio è un documento aziendale ufficiale, depositato presso la camera di commercio, che rende conto della situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, a disposizione di tutti coloro che abbiano rapporti con l'azienda stessa, ( Clienti, Fornitori, Creditori, Fisco, Dipendenti ecc.) al fine di tutelare i propri interessi.

Il bilancio quindi è un documento pubblico, che non può e non deve essere coperto da riservatezza.

Il bilancio infatti, se letto correttamente ed analizzato opportunamente è in grado di fornire una miriade di informazioni che vanno dalla situazione più o meno precaria dei rapporti col sistema bancario, alla capacità imprenditoriale e di gestione dei vari manager, ai rapporti di forza esistenti in azienda fra le diverse funzioni, alla redditività del prodotto, ecc.

Potrebbe sembrare a prima vista che tale tecnica sia appannaggio ed interesse solamente di pochi specialisti, ed in parte tale convinzione potrebbe essere rispondente a verità, se andiamo a perderci nella selva intricata degli indici di bilancio.

Negli ultimi anni però con un mercato largamente più selettivo è diventato molto più pericoloso muoversi in ciascuna funzione. A titolo di esempio possiamo pensare alle vendite. Le domande divenute più pressanti sono del tipo: Chi è il mio nuovo cliente? Ha la possibilità di pagarmi a scadenza? Lo sconto che mi chiede è giustificato dalle maggiori vendite? Le dilazioni che il cliente mi chiede sono in linea con quelle che spunta mediamente con gli altri fornitori? E potremmo seguire ancora con tutta una sequela di domande: La dilazione che mi appresto a concedere quanto costa alla mia ditta? Fino a che punto posso spingermi senza mettere in crisi la mia tesoreria?

Ancora potremmo seguire prendendo in esame gli acquisti, il magazzino, l'assistenza tecnica ecc.

Tutte le risposte vengono da una oculata analisi del bilancio, o meglio dei bilanci, del cliente o fornitore e da una conoscenza profonda del bilancio della propria ditta.

Ovviamente siamo ugualmente certi che l'attenzione da noi dedicata all'analisi del bilancio dei clienti e fornitori verrà dedicata all'analisi del nostro bilancio da parte

di coloro che hanno interessi da tutelare nei nostri confronti. Quindi “*non vi sono possibilità di fuga*” e qualunque sia la funzione svolta in azienda occorre avere una sia pur minima capacità di capire la controparte attraverso quanto egli si è raccontato attraverso il bilancio.

Logicamente potrebbero esservi tentativi di falsare la realtà stando al limite del consentito, ma le grandezze espresse nel bilancio, come si potrà vedere nel prosieguo, sono tutte legate fra di loro in maniera congruente, e tentativi maldestri di rendere la realtà meno drammatica o comunque diversa da quella che è emergono immediatamente alla luce di una analisi sommaria.

Prima di addentrarci però in queste tecniche di analisi, occorre avere una visione sintetica e globale di cosa sia un bilancio in modo da uniformare sia le conoscenze dei partecipanti sia il linguaggio adottato.

## ***2- Il Bilancio di esercizio***

Per esercizio si intende un periodo temporale per il quale si fornisce il rendiconto ufficiale. L'esercizio in genere è di un anno e coincide con l'anno solare, ma esistono, per motivi di opportunità, anche esercizi che si chiudono a date diverse del 31 Dicembre e talvolta, ma sono delle eccezioni una tantum e giustificate da eventi straordinari, di durata superiore od inferiore all'anno.

Il bilancio è l'insieme di tre documenti:

**a) Stato patrimoniale**, nel quale viene redatto un elenco dettagliato di tutte le attività e di tutte le passività dell'azienda alla fine dell'esercizio

**b) Conto Economico**, nel quale l'azienda mette in evidenza il valore della produzione realizzata nel corso dell'esercizio, i costi sostenuti, e quindi calcola il reddito realizzato e la porzione di esso che deve andare al fisco e quella da destinare ai dividendi o all'autofinanziamento.

**c) Nota integrativa**, nella quale vengono descritte le principali operazioni messe a segno nel corso dell'esercizio, fornendo dettagli relativamente a voci o numeri riportati sinteticamente nel conto economico o nello stato patrimoniale.

Nei prossimi paragrafi verranno passati in rassegna i diversi documenti.

### ***3. Lo Stato Patrimoniale***

Lo stato patrimoniale è paragonabile ad una istantanea della situazione patrimoniale dell'azienda. Per il bilancio si assume la situazione alla fine dell'ultimo giorno dell'esercizio ( in genere il 31 dicembre ) e la si raffronta con quella al 31 dicembre dell'anno precedente, coincidente alla situazione iniziale (all'inizio del primo giorno dell'esercizio attuale)

Lo stato patrimoniale è suddiviso in due sezioni, le attività e le passività: Nella prima è messo tutto il patrimonio dell'azienda, costituito da immobilizzazioni, crediti, magazzino ecc. , come vedremo più dettagliatamente più avanti, e nella seconda sono messi tutti quanti i debiti, nei confronti dei soci ( per il capitale sociale) nei confronti delle banche, dei fornitori non ancora pagati, nei confronti dei dipendenti ( per il TFR ) e nei confronti di terzi. Le due sezioni debbono dare un risultato identico per definizione, dal momento che anche l'eventuale utile derivante dalla gestione costituisce un debito verso i soci sia che venga distribuito sia che venga accantonato, e verso il fisco.

Le attività prevedono 4 raggruppamenti di voci chiamate A,B,C,D, mentre le passività ne prevedono 5, dalla A fino alla E.

L'ordine dell'elencazione, le lettere ed i numeri esposti per indicare le varie voci sono fissi e stabiliti per decreto.

### ***3.1 Analisi delle voci delle attività***

L'attuale stato patrimoniale, nella sezione delle attività, è diviso in quattro grossi raggruppamenti, contraddistinti ciascuno da una lettera maiuscola :

- A) Crediti verso i soci per versamenti ancora dovuti
- B) Immobilizzazioni
- C) Attivo circolante
- D) Ratei e risconti

Tralasciando la prima voce, il cui enunciato è già di per sé esplicativo, e che interessa solo le aziende nella loro prima fase di vita o successivamente a valle di qualche aumento di capitale non ancora perfezionato, la voce B), riguardante le immobilizzazioni, viene a sua volta suddivisa in tre raggruppamenti inferiori, ciascuno contraddistinto da un numero romano:

#### **B - Immobilizzazioni**

- I) Immobilizzazioni immateriali,
- II) Immobilizzazioni materiali
- III) Immobilizzazioni finanziarie

Ciascun sottogruppo a sua volta è suddiviso in un certo numero di voci specifiche di dettaglio, che rappresentano un terzo livello di informazione, e ciascuna voce viene contraddistinta con un numero. L'elenco completo è il seguente:

#### **I - Immobilizzazioni immateriali**

1. Costi di impianto e di ampliamento
2. Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità
3. Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno
4. Concessioni, licenze, marchi e brevetti
5. Avviamento
6. Immobilizzazioni in corso ed acconti
7. Altre

In questo gruppo di voci sono riportati essenzialmente dei costi capitalizzati, cioè sostenuti nel corso di un determinato esercizio ma che interessano anche esercizi successivi. L'oggetto dell'analisi è quindi rappresentato da un bene non materiale, e non individuabile fisicamente. Può trattarsi del diritto di fare qualcosa, della

capacità di produrre dei beni, dal *Know-how* specifico, che pur non essendo qualcosa di palpabile fisicamente rappresenta un patrimonio dell'azienda.

La prima voce ad esempio riguarda le spese di costituzione della società o i costi relativi ad aumenti di capitale o altro.

Analogamente la seconda voce riguarda spese di Ricerca e sviluppo per la messa a punto di prodotti o processi che verranno utilizzati negli anni successivi, ed è quindi logico suddividerli su vari esercizi.

Le voci 3 e 4 riguardano il valore dei brevetti ottenuti, valorizzati al costo ed il valore delle licenze, marchi o altre cose similari acquisite, anche esse valorizzate al costo di acquisto.

L'avviamento è il maggior valore di acquisto di alcune partecipazioni rispetto al valore nominale, e verrà effettuato un esempio più oltre per la determinazione di tale valore in un caso ipotetico.

Le altre due voci sono *self-explaining* e non meritano una particolare attenzione.

## II - Immobilizzazioni Materiali

1. Terreni e fabbricati
2. Impianti e macchinario
3. Attrezzature industriali e commerciali
4. Altri beni
5. Immobilizzazioni in corso ed acconti

In questo gruppo di voci sono elencati i beni che sono fisicamente individuabili ed i raggruppamenti sono fatti più per natura che per destinazione. Terreni e fabbricati sono messi insieme perchè sono beni con ammortamento lunghissimo o inesistente.

(I terreni si considerano avere una durata eterna ed i fabbricati si considerano avere una durata trentennale)

Seguono impianti e macchinario la cui durata può oscillare da un minimo di cinque anni ad un massimo di dieci o dodici anni.

Le attrezzature differiscono dal macchinario per la minore durata ( Massimo 4 anni), e possono talvolta generare confusione con il macchinario o con le parti di macchinario.

Le altre due voci sono *self explaining* e quindi vengono tralasciate. L'unica precisazione da fare, visto che la dizione è simile a quella delle ultime due voci delle immobilizzazioni immateriali, riguarda gli acconti: ovviamente da una parte vi sono gli acconti versati al fine di acquisire un bene materiale e dall'altra gli acconti per acquisire un bene immateriale come un brevetto o una licenza.

Esaurita la disamina delle voci, vediamo adesso quali siano i valori che vengono inseriti nel bilancio per tali singole voci.

Le immobilizzazioni materiali ed immateriali, ammesso che non vi siano nuove acquisizioni negli anni successivi, andranno gradualmente diminuendo nel tempo, perchè si considera che in ciascun anno degli esercizi successivi verrà portato come costo una frazione dell'immobilizzazione. Vi è un deprezzamento dell'immobilizzazione sia per la normale usura (caso di immobilizzazioni materiali) sia per la diminuzione del tempo disponibile per poter sfruttare il brevetto o la licenza.

Per questi due tipi di immobilizzazioni quindi il valore sarà definito dai valori originari di acquisizione dei beni, diminuito del fondo di ammortamento, vale a dire dalla somma di tutti i deprezzamenti dei beni, calcolati ciascuno separatamente ed analiticamente. La tabella dei calcoli apparirà nella nota integrativa.

### III Immobilizzazioni finanziarie

#### 1 – partecipazioni in

- a) Imprese controllate
- b) Imprese collegate
- c) Altre imprese

#### 2 – Crediti

- a) Verso imprese controllate scadenti entro l'esercizio successivo  
Verso imprese controllate scadenti oltre l'esercizio successivo
- b) Verso imprese collegate scadenti entro l'esercizio successivo  
Verso imprese collegate scadenti oltre l'esercizio successivo
- c) Verso controllanti scadenti entro l'esercizio successivo  
Verso controllanti scadenti oltre l'esercizio successivo
- d) Verso altri scadenti entro l'esercizio successivo  
Verso altri scadenti oltre l'esercizio successivo

#### 3 – Altri titoli

#### 4 – Azioni proprie ( Valore nominale complessivo)

Questo gruppo di voci dà uno spaccato delle immobilizzazioni finanziarie dell'azienda, cioè dell'impiego che essa ha fatto delle proprie risorse finanziarie per acquisire la proprietà parziale o totale di altre aziende o per finanziarle in maniera stabile con finanziamenti cioè superiori ai 12 mesi. E' da notare la differenza fra *controllata* e *collegata*. Ciascuna delle due situazioni implica una partecipazione



rilevante al capitale sociale della società da parte del soggetto interessato, ma nel primo caso si ha la responsabilità del management, e quindi si può ipotizzare una partecipazione largamente maggioritaria, mentre nel secondo caso si ha una partecipazione di minoranza. Piccole partecipazioni vengono accolte nella terza voce, partecipazioni in altre imprese

Analogamente avviene per le voci relative ai crediti, suddivisi in crediti verso controllate, verso collegate, e in crediti verso la controllante, visto che potrebbe essere la controllata che finanzia la casa madre.

Infine vi è una voce, la 4), che riguarda le azioni proprie, voce che interessa in genere quasi esclusivamente le società quotate in borsa che possono acquistare azioni proprie per sostenere il corso della quotazione in alcuni particolari momenti, ma tale eventualità è regolata da restrizioni sia sulle quantità che sulle durate.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni finanziarie si può riscontrare un livello di dettaglio estremamente elevato che interessa in genere solamente i grandi gruppi industriali, in modo da favorire una certa trasparenza della gestione.

Per quanto riguarda infine la diminuzione o l'incremento dei valori da un anno all'altro, nel caso di partecipazioni è generato dalle variazioni del patrimonio netto delle consociate/ partecipate/ altre imprese, e nel caso di crediti, dal parziale rimborso o dall'erogazione di nuovi finanziamenti alle collegate/ controllate / controllante o altri.

## C – Attivo Circolante

L'attivo circolante raggruppa quattro voci, caratterizzate dai numeri romani : Rimanenze, Crediti, Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, ed attività liquide. Ciascuna voce poi è suddivisa in altre sottovoci come dallo schema seguente:

### I - Rimanenze .

- 1 – Materie prime, sussidiarie e di consumo
- 2 – Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati
- 3 – Lavori in corso su ordinazione
- 4 – Prodotti finiti e merci
- 5 – Acconti

### II – Crediti

- 1 – verso clienti ( al netto del fondo svalutazione crediti)
- 2 – Verso imprese controllate
- 3 – Verso imprese collegate

- 4 – verso controllanti
- 5 – Verso altri

### III – Attività che non costituiscono immobilizzazioni

- 1 – Partecipazioni in imprese controllate
- 2 – Partecipazioni in imprese collegate
- 3 – Altre partecipazioni
- 4 – Azioni proprie
- 5 – Altri titoli

### IV – Attività liquide

- 1 – Depositi bancari e postali
- 2 – Assegni
- 3 – Denaro e valori in cassa

La voce **rimanenze** ovviamente raccoglie, dettagliando per natura delle merci, il valore del magazzino. I valori che vengono assegnati alle varie partite di merci sono quelli di costo. Se ciò è abbastanza intuitivo per le merci acquistate, (Materie prime e componenti acquistati fuori), diviene abbastanza complesso nel caso di prodotti in corso di lavorazione o di prodotti finiti. Come vengono valorizzati tali prodotti?

Il valore è al costo, ma come si fa a calcolare il costo di ciascun prodotto?

La rilevazione viene effettuata a costi standard, nei quali entrano sia il costo delle materie prime che il costo del lavoro. Il costo delle materie prime però viene assunto sulla base dei costi realmente sostenuti, e tale costo può variare nel corso dell'anno e può non essere indifferente assumere per un lotto di materie prime il prezzo dell'inizio dell'anno o del lotto più antico giacente in magazzino o il prezzo di quello acquisito più recentemente. Si hanno diverse possibilità di scelta per evitare confusione. La prima consiste nell'assumere costantemente come riferimento il prezzo del lotto più antico in giacenza, indipendentemente dal lotto dal quale viene realmente prelevato il materiale. ( Metodo Fifo = First in , first out) Il secondo metodo consiste nell'assumere costantemente il prezzo dell'ultimo lotto acquisito ( Metodo Lifo = Least in , first out)

ed il terzo, forse il più equilibrato, consiste nel prendere come riferimento la media mobile dei prezzi di acquisto dei beni giacenti in magazzino.

Per quanto riguarda il costo della manodopera, ricordiamo che essa viene calcolata in minuti di lavorazione ed i minuti vengono moltiplicati per un costo standard che include sia il costo medio dell'operaio sia i vari costi distribuiti, costi nei quali entrano anche gli ammortamenti e gli altri costi fissi. Tale distribuzione si basa su ipotesi di ore lavorate e di efficienza del lavoratore ipotizzate inizialmente e possono differire talvolta anche in maniera non trascurabile dalla realtà contingente. Può capitare soprattutto che vadano a spalmarsi su alcune voci le

inefficienze di alcuni singoli reparti- Ciò significa che fra tutte le voci del bilancio quella che da o può dare adito a qualche incertezza è sempre il magazzino.

Lascia qualche perplessità la voce “**attività che non costituiscono immobilizzazioni**”, dal momento che le sottovoci previste sono analoghe a quelle previste per le immobilizzazioni finanziarie, e la distinzione potrebbe essere solamente dovuta al fatto che in questo caso le partecipazioni o i titoli in portafoglio si ritenga di non tenerli in maniera stabile ma solo provvisoriamente.

#### D – Ratei e risconti attivi

1 – Disaggio su prestiti

2 – Altri ratei e risconti attivi

L'ultima voce riguarda i Ratei e risconti attivi ; In tale voce vengono inseriti essenzialmente tutti quegli elementi correttivi che consentono di tener conto di alcuni componenti attivi di competenza dell'esercizio, quindi già maturati, ma non ancora incassati perchè il loro incasso avverrà nel corso dell'esercizio successivo ( ad esempio un canone posticipato per un periodo a cavallo della chiusura dell'esercizio), oppure di pagamenti anticipati già effettuati nel corso dell'esercizio ed in parte relativi all'esercizio successivo ( Ad esempio un canone anticipato pagato per un periodo a cavallo della chiusura dell'esercizio) Nel primo caso si avrà la necessità di correggere il bilancio dicendo che vi è un rateo attivo (non incassato ma di competenza dell'esercizio) pari ai mesi maturati, e nel secondo caso si correggerà dicendo che vi è un risconto pari ai mesi già pagati relativi all'esercizio successivo.

### ***3.2 Analisi delle voci delle passività***

Anche le passività vengono suddivise in gruppi caratterizzati da lettere maiuscole dell'alfabeto, i quali sono poi a loro volta suddivisi ciascuno in sottogruppi individuati da numeri romani che ulteriormente vengono frazionati in voci individuate da un numero.

I gruppi sono:

- A) Patrimonio Netto
- B) Fondi per rischi ed oneri
- C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato
- D) Debiti
- E) Ratei e Risconti passivi

Una prima osservazione per i "*Non addetti ai lavori*" riguarda il patrimonio netto. Chi non abbia dimestichezza con i bilanci si potrà chiedere a ragione con quale logica il patrimonio netto, che nell'immaginario comune costituisce un bene, e quindi una attività, venga messo fra le passività. Occorre precisare che il patrimonio netto, che come vedremo è costituito dal capitale sociale e dalle riserve e dagli utili non distribuiti, è un debito che la società ha nei confronti dei soci. Non dobbiamo dimenticare che la società è costituita a termini di statuto per un periodo limitato nel tempo (almeno formalmente) e quindi alla scadenza, quando la società si scioglierà, il capitale sociale più le riserve e gli utili non distribuiti andranno ripartiti fra i soci, e nel bilancio viene espresso quanto i soci dovrebbero avere se lo scioglimento dovesse avvenire alla chiusura dell'esercizio.

Passando all'analisi dettagliata delle diverse voci, occorre notare ancora che esse sono messe in ordine di esigibilità crescente, iniziando prima con le voci che diverranno esigibili dai creditori più lontane nel tempo, e via via elencando quelle più immediatamente esigibili. La prima voce sarà quindi data dal patrimonio netto, esigibile dai soci alla fine della vita della società, per finire con i debiti a breve termine, variamente esigibili, qualcuno forse anche il giorno dopo la chiusura del bilancio.

Andando con ordine si avrà:

- A – Patrimonio netto
  - I Capitale Sociale
  - II Riserva da sovrapprezzo azioni
  - III Riserve da rivalutazione
  - IV Riserva legale

- V Riserva per azioni proprie in portafoglio
- VI Riserve statutarie
- VII Altre riserve
- VIII Utili (Perdite) portati a nuovo
- IX Utili (Perdite) dell'esercizio

La prima voce, il Capitale Sociale non necessita di alcun commento, mentre la seconda, la riserva da sovrapprezzo azioni, ha una spiegazione nel meccanismo dell'aumento del capitale sociale e nella valutazione dell'azione singola.

Premesso che l'ammontare esigibile dai soci sarà dato dal patrimonio netto della società, e quindi il valore di ciascuna azione almeno teoricamente è dato dal valore del patrimonio netto diviso il numero delle azioni, mentre il loro valore nominale (o valore originario) sarà dato dal valore del solo capitale diviso il numero delle azioni. Quando si abbia un aumento di capitale con immissione di nuovi soci, le azioni saranno emesse al valore nominale, ma saranno pagate dai nuovi soci al valore effettivo, e la differenza fra tali due valori sarà accantonata dalla società in un fondo, chiamato appunto fondo sovrapprezzo azioni.

Le riserve legali, riserve straordinarie, riserve statuarie ecc sono degli accantonamenti di utili che potranno essere utilizzati in futuro per perequare il dividendo o per coprire perdite o per altri impieghi.

Diversa è la natura delle riserve di rivalutazione. In periodi di inflazione, il valore dei beni riportati nell'attivo dello stato patrimoniale non corrisponde più neanche alla lontana al valore di mercato del bene, col risultato che i valori riportati in bilancio non danno una situazione effettiva della realtà. Per tale motivo occorrerebbe rivalutarli, ma ogni rivalutazione viene considerata una plusvalenza, cioè un reddito extra, e come tale tassato, quindi le aziende si astengono da tale operazione. Per evitare distorsioni dei risultati, il fisco periodicamente consente la rivalutazione dei beni esentasse, con apposita legge, e per evitare lo squilibrio nello stato patrimoniale, ove la somma delle poste attive e di quelle passive deve sempre coincidere, consente di bilanciare tale plusvalore derivante dalla rivalutazione, non con un incremento di utile ma con una riserva apposita, la riserva di rivalutazione.

La riserva legale è una riserva prescritta dalla legge che viene costituita accantonando una parte degli utili ogni anno, fino al raggiungimento del 5% del capitale sociale. Altri accantonamenti di utili sono possibili ma trovano allocazione in riserve straordinarie che entrano a far parte della voce sottostante, la voce VII, *Altre riserve distintamente indicate*, oppure nelle *Riserve statutarie*, se la loro esistenza è determinata dallo statuto della società.

Nella voce VIII, Utili o perdite riportati a nuovo, malgrado siano menzionati utili e perdite, nella realtà si trovano molto più frequentemente le perdite: Si tratta del

risultato negativo di un esercizio che non viene ripianato mediante una diminuzione delle riserve o del capitale, ma che viene rimandato per il ripianamento all'esercizio successivo.

Infine compare la voce IX Utile o perdita dell'esercizio, il cui significato non necessita di commenti.

## B – Fondi per rischi ed oneri

- 1 . Per trattamento di quiescenza ed obblighi simili
- 2 . Per imposte
- 3 . altri

Il raggruppamento B contiene tutta una serie di Fondi accantonati per varie spese future, alimentati o adeguati anno dopo anno, ed il loro significato sembra fin troppo evidente. E' da notare solamente che il trattamento di quiescenza è diverso dal trattamento fine rapporto essendo qualcosa di addizionale che scaturisce da accordi sindacali per categoria di lavoratori o a livello aziendale.

## C – TFR

E' anche questo un accantonamento regolato per legge ,e di capitale importanza

## D – Debiti

- 1 . Obbligazioni
- 2 . Obbligazioni convertibili
- 3 . Debiti verso banche
  - esigibili entro l'esercizio successivo
  - esigibili oltre l'esercizio successivo
- 4 . Debiti verso altri finanziatori
- 5 . Acconti
  - esigibili entro l'esercizio successivo
  - esigibili oltre l'esercizio successivo
- 6 . Debiti verso fornitori
  - esigibili entro l'esercizio successivo
  - esigibili oltre l'esercizio successivo
- 7 . Debiti rappresentati da titoli di credito
- 8 . Debiti verso impresa controllate
  - esigibili entro l'esercizio successivo
  - esigibili oltre l'esercizio successivo
- 9 . Debiti verso impresa collegate
  - esigibili entro l'esercizio successivo

- esigibili oltre l'esercizio successivo
- 10 . Debiti verso controllante
- 11 . Debiti tributari
- 12 . Debiti Verso istituti di previdenza e sicurezza sociale
- 13 . Altri debiti
  - esigibili entro l'esercizio successivo
  - esigibili oltre l'esercizio successivo

La descrizione è già *self-explaining*, e l'unica osservazione occorre farla per il caso dei debiti verso banche, ove fra quelli esigibili entro l'esercizio vanno inseriti sia le rate dei mutui scadenti nell'esercizio sia i debiti di conto corrente come pure quelli di tutte le linee di credito soggette a revoca.

Ai fini della valutazione del bilancio occorre fare una separazione netta fra i debiti a breve termine e quelli a medio/lungo termine, di gran lunga più importante rispetto a quella imposta dal legislatore fra debiti verso controllate, controllanti, collegate, etc.

#### E – Ratei e risconti

- 1 . Aggio sui prestiti
- 2 . Altri ratei e risconti passivi

E' una voce che congloba tutta una serie di impegni e di costi già maturati ma liquidabili nell'esercizio successivo ( un esempio di rateo passivo è costituito dagli interessi maturati e non ancora addebitati ) o da importi già incassati ma che sono di competenza, in parte, dell'esercizio successivo. (un esempio può essere costituito da un affitto anticipato relativamente ad un periodo che copre una parte dell'esercizio successivo).

#### **4. Il conto economico**

Il conto Economico ha come scopo la determinazione del reddito prodotto nell'esercizio; esso risulta dalla somma algebrica di cinque raggruppamenti di voci

- A - Il valore della produzione
- B - I costi della produzione
- C - Proventi ed oneri finanziari
- D - Rettifiche di valore delle attività finanziarie
- E - Proventi ed oneri straordinari

#### **A - Valore della produzione**

Il conto economico ha come base di partenza la determinazione del valore della produzione realizzata. Tale calcolo viene effettuato per via indiretta con qualche approssimazione.

Si inizia analizzando le vendite, cioè quanto si è fatturato, e qualora l'azienda vendesse nell'anno tutto e solo ciò che ha prodotto nell'esercizio, questo potrebbe essere già di per sé un punto di partenza accettabile che non necessita di altre integrazioni. Nella realtà però l'azienda potrebbe vendere meno di quel che ha prodotto, accumulando delle scorte nel magazzino prodotti finiti, oppure più di quel che ha prodotto ( attingendo al magazzino prodotti finiti, che al 31/12 dell'anno in esame risulterebbe inferiore a quello esistente al 1/1 dello stesso anno) Il valore della produzione quindi risulta dalla somma del valore del fatturato e dell'incremento del valore del magazzino prodotti finiti.

Se dall'inizio alla fine dell'esercizio il magazzino prodotti finiti è diminuito (incremento negativo) al valore del fatturato si sottrarrà tale differenza.

Esempio

Un'azienda abbia fatturato 100 Milioni di Euro, ed abbia per i magazzino prodotti finiti i seguenti valori:

Magazzino iniziale 25 Mil. Euro

Magazzino finale 15 Mil. Euro

Quale è stato il valore della produzione?

L'azienda ha chiaramente venduto più di quello che ha prodotto nell'esercizio, quindi il valore della produzione sarà



$$100 + (15-25) = 90 \text{ Mil. Euro}$$

Se i due valori fossero stati invertiti, ed a parità di fatturato si fosse avuto

Magazzino iniziale 15 Mil. Euro

Magazzino finale 25 Mil. Euro

Cioè l'azienda oltre a fattur

Re i 100 Mil Euro avesse accumulato anche scorte di prodotti finiti in magazzino, la produzione sarebbe stata:

$$100 + (25- 15) = 110 \text{ Mil. Euro}$$

Con lo stesso criterio dei prodotti finiti vengono trattati anche i semilavorati, cioè quei prodotti in corso di lavorazione, il cui valore è dato dalle materie prime e dalla porzione di lavoro incorporata nel pezzo fino a quello stadio di approntamento.

Analogamente ai prodotti finiti vengono trattate le commesse di lavorazione, nel caso in cui si abbia una azienda che lavori su commessa, cioè con produzione di manufatti non standard, ordinati o progettati di volta in volta.

Ciascuna azienda poi quando deve far eseguire dei lavori di costruzione o di manutenzione può scegliere di farla eseguire da proprio personale ( si dice in economia, anche se alla fine in genere costano di più che non rivolgendosi all'esterno). I materiali ed i costi di tali operazioni confluiscono in “commesse interne”, la cui durata può essere anche pluriennale. La variazione delle commesse interne dall'inizio dell'esercizio alla sua fine è equiparata a produzione di beni

Infine vi è una quinta voce che raccoglie tutto quello che può essere sfuggito dall'elenco precedente, “altri ricavi”

Riassumendo quindi il valore della produzione è dato dalle seguenti 5 voci:

- 1) Ricavi dalle vendite e dalle prestazioni
- 2) Variazioni delle rimanenze (magazzino) di lavori in corso, semilavorati, e prodotti finiti
- 3) Variazione lavori i corso su ordinazione
- 4) Incremento di immobilizzazioni per lavori interni ( commesse interne)
- 5) Altri ricavi e proventi

## **B - Costi della produzione**

I costi di produzione vengono elencati per natura raggruppati in 9 voci più un certo numero di sottovoci.

Esse sono le seguenti:

- 6) Materie prime, sussidiarie, di consumo e merci ( acquisti)
- 7) Servizi
- 8) Godimento beni di terzi
- 9) Personale
- 10) Ammortamenti e svalutazioni
- 11) Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie e merci
- 12) Accantonamenti per rischi
- 13) Altri accantonamenti
- 14) Oneri diversi di gestione

Due di queste nove voci, due devono essere dettagliate in maniera esplicita, la nove e la dieci

### 9. Personale

- a) Salari e Stipendi
- b) Oneri sociali
- c) TFR
- d) Trattamento di quiescenza e simili
- e) Altri costi

### 10. Ammortamenti

- a) delle immobilizzazioni immateriali
- b) delle immobilizzazioni materiali
- c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni
- d) dei crediti di attivo circolante e disponibilità liquide

Le prime quattro voci sono auto esplicative; si tratta di conteggiare tutti i costi sostenuti per realizzare la produzione realizzata nell'esercizio, mentre le altre voci sono in varia misura delle voci correttive; gli ammortamenti e svalutazioni sono una voce che esprime il deprezzamento delle immobilizzazioni per effetto dell'uso o dell'obsolescenza, mentre la variazione del magazzino materie prime o delle merci, serve a tener conto del fatto che nel corso dell'esercizio si può aver consumato di più o di meno rispetto a quanto acquistato. Nel primo caso (consumo maggiore) si avrà una diminuzione del magazzino materie prime, nel secondo caso

si avrà un incremento del magazzino. Nel caso di maggior consumo si dovrà aggiungere al costo per acquisti anche la quantità prelevata dal magazzino, e viceversa si dovrà diminuire la voce di costo per acquisti qualora una parte degli stessi rimanga in magazzino per l'utilizzo negli esercizi successivi, incrementandone così il valore finale.

Gli accantonamenti sono infine delle riserve che vengono costituite in vista di costi futuri che sono già prevedibili o a fronte di eventi "temuti", per non trovarsi al momento in cui si verificheranno con una situazione insostenibile.

Le sottovoci dei gruppi 9 e 10 sono di per sé esplicative e non meritano ulteriori commenti.

La differenza fra valore della produzione e costi della produzione indica già un primo valore del reddito prodotto; è un reddito che non tiene ancora conto di tanti elementi, e quindi è un reddito lordo, ed in genere viene chiamato **Reddito operativo lordo ed indicato con R.O.L.**

## **C – Proventi ed oneri finanziari**

La sezione è articolata su tre voci, ciascuna delle quali è suddivisa in altre sottovoci con una pignoleria spinta quasi al parossismo per consentire una visione trasparente dei rapporti finanziari intragruppo. La ricerca di evasione fiscale da parte del fisco mediante il travaso di utili da una società all'altra in gruppi multinazionali è stata una caratteristica costante di un certo periodo storico; oggi con la possibilità di tassazione sulla base del bilancio consolidato nel paese della casa madre fa diminuire l'importanza di certi dettagli.

Le voci sono:

- 15) Proventi da partecipazioni,
- 16) Altri proventi finanziari
- 17) Interessi ed oneri finanziari

La voce 15, Proventi da partecipazioni, a sua volta è distinta in

- proventi da partecipazioni in imprese controllate e collegate
- “ “ “ in altre imprese

La distinzione è data dal fatto che nelle prime si presume vi sia una influenza della casa madre nel management e nell'assunzione di decisioni sulla politica dei dividendi, mentre nella seconda no

La voce 16, Altri proventi finanziari, porta vari livelli di precisazioni:

- a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni (m/l termine)
  - da imprese controllate e collegate
  - da controllanti
  - da altri
- b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni
- c) da titoli di attivo circolante che non costituiscono partecipazioni
- d) proventi diversi dai precedenti
  - da imprese controllate e collegate
  - da controllanti
  - da altri
  - da adeguamento cambi

La voce 17, Interessi ed altri oneri finanziari, viene distinta in

- Verso imprese controllate e collegate
- Verso controllanti
- Verso banche ed istituti finanziari per debiti
- Verso altri
- Costo pro soluto di effetti
- Perdita su cambi

Come si può notare è una nota ricorrente la distinzione sia per i proventi che per gli oneri dell'origine degli stessi ( da controllate e collegate, da controllanti, da altri). Le rimanenti voci sono abbastanza autoesplicative, e si collegano alle voci dello stato patrimoniale a cui si rimanda.

Le novità in un certo senso sono solamente le voci adeguamento cambi, perdita su cambi e costo pro soluto di effetti, che avremo modo di trattare più avanti in maniera dettagliata.

## **D Rettifica di valore delle attività finanziarie**

Il raggruppamento contiene due voci, la 18 e la 19, riguardanti incrementi e decrementi di valori di attività finanziarie ( Rivalutazioni e Svalutazioni) ciascuna

delle quali prevede tre sottovoci identiche per stabilire con più precisione l'oggetto della variazione.

#### 18 – Rivalutazioni

- a) di partecipazioni
- b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni
- c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni

#### 19 – Svalutazioni

- a) di partecipazioni
- b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni
- c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni

### **E - Proventi ed oneri straordinari**

Il raggruppamento prevede solamente due voci, la 20 Proventi e la 21, oneri, che contengono essenzialmente plusvalenze o minusvalenze derivanti da alienazione di beni, cioè in termini molto più semplici le differenze in più o in meno del valore netto del bene venduto, ove per valore netto si intende il valore originario di acquisto meno gli ammortamenti effettuati nei vari anni.

Se vendo come rottame una macchina già ammortizzata completamente (valore residuo zero), ogni Euro ricavato è plusvalore. Se vendo, o meglio svendo una macchina nuova perché mi sono accorto dopo un anno che non mi serve e che ho sbagliato l'investimento, e ricavo meno del valore di acquisto meno un anno di ammortamento, il minor ricavo è un minusvalore.

Sommando algebricamente tutti i subtotali delle diverse sezioni si ha il risultato prima delle Imposte

Sottraendo le imposte dovute (il cui calcolo viene fatto in maniera separata) si ha il Reddito netto che a seconda se sarà positivo o negativo diviene l'Utile o la perdita di esercizio, che l'assemblea dei soci deciderà come destinare, se distribuirlo totalmente o parzialmente come dividendo per remunerare il capitale o destinarlo all'autofinanziamento dell'azienda. In genere vi è quasi sempre una soluzione intermedia con accantonamento a riserva di una parte di esso e la distribuzione del rimanente come dividendo.

## 5 - *Gli indici di Bilancio*

Gli indici di bilancio sono il rapporto fra diverse grandezze tratte dallo Stato Patrimoniale o dal conto economico o da entrambi i documenti.

Gli indici di bilancio servono a giudicare lo stato di salute dell'azienda in maniera simile a quanto avviene mediante le analisi cliniche. Il paragone non è fuori luogo perchè il metodo è soggetto alle stesse limitazioni di quello utilizzato per i vari check-up, cioè i risultati non danno una indicazione universale, ed il valore di un indice può in alcuni casi rappresentare una situazione florida mentre in altri può non essere significativo. Da ciò deriva che un solo indice da solo non può fornire alcun elemento certo di giudizio, e che un giudizio affidabile si può avere solamente dal " *Quadro clinico completo* "

Prima di affrontare il sistema degli indici, occorre puntualizzare alcuni termini, di uso corrente prima dell'adozione della IV direttiva CEE, ma che non troviamo nella terminologia standard del bilancio precedentemente vista.

a) ***Margine operativo lordo*** ( M.O.L.) : E' un elemento del conto economico scalare. Esso è la differenza fra i ricavi ed i costi, senza considerare fra questi ultimi gli ammortamenti, gli oneri finanziari e le tasse. Nel sistema anglosassone viene chiamato EBITDA (Earning before interest, taxes , depreciation & amortization)

b) ***Reddito Operativo lordo*** ( R.O.L.) : E' il margine operativo lordo meno gli ammortamenti. Nel sistema anglosassone viene chiamato anche P.B.I.T. ( Profit before Interest and taxes) o EBIT ( earning before interest & taxes)

c) ***Valore aggiunto*** : E' l'incremento del valore per effetto delle lavorazioni avvenute in azienda. Si determina partendo dalle vendite, aggiungendo la variazione del magazzino e sottraendo i consumi di beni e servizi esterni, quindi sottraendo le materie prime ed i servizi acquistati all'esterno.

d) ***Capitale investito*** : E' il totale dell'attivo o del passivo dello stato patrimoniale

e) ***Gestione caratteristica*** : E' l'attività principale dell'impresa, quella che produce la parte principale del reddito, a cui si può affiancare poi una gestione extracaratteristica o una gestione patrimoniale. Si tende ad analizzare la gestione caratteristica per vedere in modo chiaro la redditività del business principale, depurato da altri contributi occasionali o senza una relazione con l'attività principale.

Il rapporto principale di ogni analisi è il **R.O.I.** = Return on Investment, che indica la redditività di tutti i mezzi investiti in azienda. Esso è dato dal rapporto fra il Reddito operativo lordo ed il capitale investito, e da una idea abbastanza precisa del grado di redditività di tutti i mezzi impiegati in azienda, quelli propri e quelli di terzi. Capitale proprio e riserve, capitale preso in prestito a titolo oneroso dalle banche e/o da altre entità, debiti nei confronti dei fornitori, etc..

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito Operativo Lordo}}{\text{Capitale investito}} = \frac{\text{ROL}}{C_{\text{inv.}}}$$

Poichè il ROL (Reddito operativo lordo) può essere generato sia dall'attività principale (Gestione caratteristica), come pure da altre gestioni secondarie come la gestione patrimoniale, si potrà avere:

$$\text{ROL} = R_{\text{gest caratt.}} + R_{\text{gest patr.}}$$

quindi:

$$\text{ROI} = \frac{R_{\text{gest caratt.}}}{C_{\text{invest.}}} + \frac{R_{\text{gest. patr.}}}{C_{\text{invest.}}}$$

Ciascun reddito dovrebbe essere riferito al capitale impiegato a realizzarlo, quindi occorre spaccare il capitale investito in due (o più) segmenti. In questo caso avremo che :

$$C_{\text{invest}} = C_{\text{gest caratt.}} + C_{\text{gest. patrim.}}$$

e quindi moltiplicando e dividendo ciascuno dei termini del ROI per  $C_{\text{gest caratt.}}$  e per  $C_{\text{gest.patrim.}}$  si otterrà:

$$\text{ROI} = \frac{R_{\text{gest.car.}}}{C_{\text{gest.car.}}} \times \frac{C_{\text{gest.car.}}}{C_{\text{invest.}}} + \frac{R_{\text{gest.patr.}}}{C_{\text{gest.patr.}}} \times \frac{C_{\text{gest.patr.}}}{C_{\text{invest.}}}$$

Nel caso in cui non vi siano gestioni diverse da quella caratteristica, il secondo termine sparisce, e nel primo termine, data la coincidenza fra il capitale investito ed il capitale investito nella gestione caratteristica, il rapporto fra i due capitali è pari ad 1, quindi si ha ancora il rapporto iniziale

$\text{ROI} = \frac{R_{\text{operativo}}}{C_{\text{investito}}}$
--

Vediamo adesso un confronto di tale indice con le vendite, punto di riferimento di ogni analisi. Dividendo numeratore e denominatore per le vendite  $V$  si avrà:

$$ROI = \frac{R_{operat./V}}{C_{invest./V}} \quad \text{ottenendo così due nuovi indici } R_{operat./V} \text{ e } C_{invest./V}$$

Il significato dei due indici è rispettivamente:

$$\frac{R_{operat.}}{V} = \text{Reddito operativo per ciascuna lira di fatturato; è quindi positivo ogni incremento del valore di tale indice. Tale indice viene anche chiamato } \mathbf{R.O.S.} \text{ (Return on Sales)}$$

$$\frac{C_{invest.}}{V} = \text{Investimenti utilizzati per ogni lira di fatturato; è quindi positiva ogni diminuzione di tale valore}$$

Vediamo adesso ciascuno dei due indici come può essere ulteriormente scomposto. Partiamo dal Reddito operativo per lira di fatturato, e vediamo come esso possa essere riportato al valore aggiunto, al costo del personale ed ai costi fissi dell'azienda

Il Reddito operativo sarà uguale a :

$$R_{operat.} = V.A_{aggiunto} - C_{personale} - C_{ammortam.ed\ accantonam.}$$

quindi sostituendo tali simboli al reddito operativo si avrà:

$ROS = \frac{R_{operat.}}{V} = \frac{V.A_{aggiunto}}{V} - \frac{C_{pers.}}{V} - \frac{C_{amm. acc.}}{V}$
--

Vediamo adesso il significato di tali indici:

$$\frac{V.A_{aggiunto}}{V} = \text{Ricchezza prodotta all'interno dell'azienda per ogni lira di vendite}$$



$\frac{C_{pers}}{V}$  = indica per ogni lira di vendite quanto viene assorbito dal costo del personale

$\frac{C_{amm.acc.}}{V}$  = Indica quanto viene assorbito da ammortamenti ed accantonamenti per ogni lira di vendite

Ciascuno di questi indici a loro volta potrebbe essere ulteriormente scomposto nei vari componenti, ma il livello della significatività è abbastanza limitato  
Vediamo prima il rapporto

$$\frac{V.Agg}{V}$$

Il valore aggiunto è dato dalle vendite, + la differenza di magazzino - il consumo di beni, - il consumo di servizi, - costi diversi. Sostituendo tali elementi al  $V.Aggiunto$ , si avrà:

$$\frac{V.Aggiunto}{V} = \frac{V + \Delta M_{ag} - C_{cons.beni} - C_{cons.serv.} - C_{costi div.}}{V} =$$

$$\frac{V.Aggiunto}{V} = 1 + \frac{\Delta M_{ag}}{V} - \frac{C_{cons b.}}{V} - \frac{C_{cons serv.}}{V} - \frac{C_{costi div.}}{V}$$

Della somma di indici, risultanti dalla scomposizione del rapporto valore aggiunto / vendite, quello relativo al magazzino ci dà qualche notizia sulla politica delle scorte, mentre gli altri indici ci dicono sostanzialmente quanto l'azienda si rivolga all'esterno o all'interno per fare la propria produzione (Make or buy).

Analizzando adesso l'altro termine importante della scomposizione del rapporto fra reddito operativo e vendite, quello relativo al costo del personale.

$$\frac{C_{\text{pers.}}}{V}$$

Il costo del personale può essere rapportato al numero dei dipendenti, così pure le vendite, ed il numero di dipendenti può essere rapportato alle immobilizzazioni. Si possono così ottenere i seguenti rapporti:

$$\frac{C_{\text{pers.}}}{V} = \frac{C_{\text{pers.}} / N.D_{\text{ip}}}{V / N.D_{\text{ip}}} \quad \text{che hanno il seguente significato:}$$

$$\frac{C_{\text{pers.}}}{N.D_{\text{ip}}} = \text{Costo medio di un dipendente}$$

$$\frac{V}{N.D_{\text{ip}}} = \text{Fatturato per dipendente}$$

Quest'ultimo rapporto inoltre può essere ulteriormente scomposto, introducendo le immobilizzazioni

$\text{Fatturato per dipendente} = \frac{V}{N.D_{\text{ip}}} = \frac{V}{\text{Immobil.}} \times \frac{\text{Immobil.}}{N.D_{\text{ip}}}$
--

ove :

$$\frac{V}{\text{Immobil.}} = \text{da un indice dell' } \mathbf{utilizzo\ della\ capacit\grave{a}\ produttiva}$$

( Quante volte gli investimenti producono un incasso pari al loro valore nel corso di un esercizio)

$$\frac{\text{Immobil.}}{N.D_{\text{ip}}} = \text{fornisce il } \mathbf{Grado\ di\ automazione\ del\ processo}$$

(labor intensive o capital intensive)

Vediamo adesso l'altro ramo di indici, quello derivante dal rapporto del capitale investito e delle vendite

$$\frac{C_{inv}}{V}$$

Il capitale investito, che ricordiamo si può desumere dallo stato patrimoniale leggendo il totale dell'attivo, può essere schematizzato in due grosse parti: le attività correnti e le attività fisse. Su tale base si può scrivere:

$$\frac{C_{invest}}{V} = \frac{Att.Corr}{V} + \frac{Att.Fix}{V}$$

Il primo indice segnala il grado di efficienza nella gestione delle attività correnti, ed il secondo è indicativo della politica degli investimenti. Una diminuzione di entrambi gli indici segnala un miglioramento nella gestione.

Le attività correnti a loro volta si suddividono essenzialmente in Crediti (liquidità differite) e Magazzino, e sostituendo tali valori si ha:

$$\frac{Att.Corr.}{V} = \frac{Liquid.}{V} + \frac{Magazz.}{V}$$

la cui variazione indica un cambiamento nella gestione del capitale circolante.

Considerando poi le attività fisse rapportate alle vendite, si possono ottenere degli indici addizionali che possono dare una indicazione sulla politica adottata per le diverse immobilizzazioni: ad es. Crediti commerciali a lungo, oppure immobilizzazioni materiali o immobilizzazioni immateriali ecc.

Interessanti sono anche altri indici che si ricavano utilizzando informazioni non presenti attualmente in bilancio ma nei vari dettagli della nota integrativa, quelle relative agli ammortamenti.

Partendo da uno degli indici derivati dal rapporto fra le attività fisse e le vendite,

quello dato dal rapporto fra le immobilizzazioni tecniche e le vendite, che dice quanti investimenti tecnici sono stati impegnati per ogni lira di fatturato, introducendo il fondo di ammortamento e le immobilizzazioni lorde, si ricavano i seguenti indici

$$\frac{F_{\text{ondo ammortamento}}}{I_{\text{mmobil. tecn. lorde}}} = \text{Grado di ammortamento degli impianti}$$

ed inoltre

$$\frac{V}{I_{\text{mmobil. tecn. lorde}}} = \text{Utilizzo capacità produttiva}$$

E' interessante vedere come tali indici si combinino con quello utilizzato come originario. Le immobilizzazioni tecniche, che chiameremo  $I_{\text{tn}}$ , che verranno rapportate con le vendite, sommate con il fondo di ammortamento genera le immobilizzazioni lorde. Partendo quindi dal rapporto  $I_{\text{tn}} / V$  e dividendo entrambi i termini per le immobilizzazioni lorde ( I.L. ), si potrà scrivere:

$$\frac{I_{\text{tn}}}{V} = \frac{I_{\text{tn}} / I_{\text{mm. tecn. lorde}}}{V / I_{\text{mm. tecn. lorde}}} = \frac{(I_{\text{mm. tecn. lorde}} - F_{\text{amm}}) / I_{\text{mm. tecn. lorde}}}{V / I_{\text{mm. tecn. lorde}}} =$$

$$\frac{I_{\text{tn}}}{V} = \frac{1 - (F_{\text{amm}} / I_{\text{mm. tecn. lorde}})}{V / I_{\text{mm. tecn. lorde}}}$$

Combinando inoltre la quota di ammortamento  $Q_{\text{amm}}$  con il fondo di ammortamento  $F_{\text{amm}}$  e con le immobilizzazioni lorde  $I_{\text{mm. tecn. lorde}}$  si possono ottenere ulteriori notizie:

$$\frac{F_{\text{amm}}}{Q_{\text{amm}}} = \text{Età media degli impianti e macchinario}$$

$$\frac{I_{\text{mmobil. tecn. lorde}}}{Q_{\text{am}}} = \text{Durata media degli impianti}$$

## 6 - Gli indici Finanziari

Gli indici fin qui analizzati consentono di inquadrare abbastanza bene l'attività dell'azienda, e servono egregiamente per fare un check-up interno, in modo da avere una indicazione delle diverse disfunzioni individuando l'area o le aree dove intervenire.

Tutti gli indici analizzati fanno derivano dal ROI, o se si vuole inquadrare diversamente il problema, tutti gli indici combinati fra loro possono dare come risultato il ROI, che rimane la stella fissa dell'analisi finanziaria.

Se vediamo però le cose nell'ottica dell'azionista in generale, cioè del portatore di interessi nella società senza necessariamente partecipare all'attività produttiva, l'indice che assume una importanza maggiore è un altro, e si chiama R.O.E.

Tale termine è un acronimo e significa Return on equity, ove per Equity si intende il Patrimonio netto, o comunque l'insieme del capitale proprio immesso o lasciato dai soci nell'azienda, Il rapporto sarà quindi fra il Reddito netto, dopo le tasse, ed il patrimonio netto. Il ROE quindi sarà:

$$\text{R.O.E.} = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Patrimonio Netto (Equity)}}$$

Rimane da chiedersi come le due relazioni, ROE e ROI siano legate fra di loro, e la soluzione è stata fornita da due economisti, Modigliani e Miller, che hanno messo a punto una formula in grado di legare i due rapporti, fornendo inoltre come prodotto aggiuntivo un metodo per capire se le condizioni in cui lavora l'azienda possono portare con l'incremento dell'attività ad un miglioramento o ad un peggioramento del ROE.

La formula di MODIGLIANI - MILLER è la seguente:

$$\text{ROE} = (\text{ROI} + (\text{ROI} - i^*) \rho + K) (1 - t)$$

I simboli, al di là del ROE e del ROI già ampiamente spiegati sono:

$i^*$  = rapporto fra gli oneri finanziari ed il capitale di terzi nel senso più generale della parola, includendovi tutto ciò che nel passivo del conto economico è diverso dal patrimonio netto.

$\rho$  = rapporto fra il capitale di terzi come sopra definito ed il patrimonio netto

$K$  = rapporto fra il reddito straordinario, se esiste, ed il patrimonio netto

$(1-t)$  = quel che resta del reddito di una lira dopo aver pagato le imposte, quindi  $t$  è la pressione fiscale, che almeno teoricamente e fino all'anno scorso era del 53,2%

Il significato della formula è il seguente.

Immaginiamo di disporre del solo capitale sociale, e di non avere né una lira di debito con i fornitori né con la banca, e di non dover pagare tasse. Alla fine avremo per definizione  $ROE = ROI$ .

Se adesso incrementiamo l'attività ricorrendo ai debiti con le banche, raddoppiando ad esempio il fatturato e gli utili, avremo un ROI invariato, mentre gli utili possiamo dividerli in due tronconi uguali, uno pari al ROI prodotto dal capitale proprio, e l'altro prodotto dal capitale in prestito che varrà ancora ROI ma al quale devo detrarre il costo  $i$ .

Se il capitale è in parte a titolo oneroso ed in parte a titolo gratuito, come nel caso dei fornitori, il principio rimane uguale anche se si deve parlare di interesse medio, ricavabile come rapporto fra gli oneri finanziari pagati solo su una parte del capitale di terzi e l'intero capitale fornito dai terzi, chiamando tale costo medio  $i^*$ .

Se a tale utile si aggiunge quello straordinario  $K$ , calcolato in maniera omogenea col ROE, cioè rapportando l'utile al patrimonio netto, si ottiene l'utile globale prima delle tasse, che viene poi ridotto moltiplicando per  $(1-t)$

La formula ovviamente ha una rispondenza perfetta nella realtà americana dove la pressione fiscale è certa e costante. Nella realtà italiana la pressione fiscale, data la indetraibilità di alcuni costi può assumere valori diversi da caso a caso e quindi difficilmente essa darà un risultato centrato.

La formula di Modigliani Miller però è in grado di fornirci alcuni elementi preziosi per capire se un'azienda merita fiducia da parte del sistema bancario e dei finanziatori in genere.

Concentrando la nostra attenzione sul termine in parentesi,  $(ROI - i^*)$ , si noterà che ROE cresce immettendo nuovo capitale e quindi aumentando  $\rho$ , solo se il termine fra parentesi è positivo, e cioè solo se  $ROI > i^*$ .

Se ciò non dovesse verificarsi il valore di ROE diminuirebbe al crescere di  $\rho$ , e quindi più espando la produzione, a pari ROI, più erodo il margine. In questi casi la cosa migliore è di contrarre al massimo la produzione e conseguentemente attività e passività, e rivedere tutto il ciclo in modo da incrementare il ROI, e solo successivamente ripartire.

Spesso l'analisi è però finalizzata ad altri obiettivi; Se l'azienda è un terzo che ha con noi solo rapporti commerciali, ci si può chiedere se essa abbia la capacità di tener fede ai propri impegni a breve oppure no, o se la sua posizione sia tale da consentire uno sviluppo senza alcun problema, e se il suo equilibrio finanziario sia stabile o meno. Tutte queste domande vengono soddisfatte da tutta una serie di indici che andremo ad analizzare, gli indici finanziari.

I primi due indici finanziari importanti sono l'indice di Disponibilità, detto anche Current Ratio, e l'indice di Liquidità o Acid Test, il quale non è formalmente molto diverso dal precedente ma si presta ad una interpretazione interessante dei risultati.

L'**Indice di disponibilità**, detto anche **Current Ratio** è il rapporto fra le attività correnti e le passività correnti.

$$\text{Indice di Disponibilità} = \text{Current Ratio} = \frac{\text{Attività Correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

Per attività correnti e passività correnti si intendono le voci dello stato patrimoniale inerenti a crediti e debiti, anche finanziari, relative al **breve termine**,  
In termini più semplici, quindi, nella maggioranza dei casi tale indice è il rapporto fra la somma di (cassa + crediti a breve + magazzino) ed i debiti verso fornitori, sommati eventualmente con altri debiti a breve non finanziari, ed al debito verso banche. Tale rapporto, in condizioni di perfetto equilibrio, dovrebbe essere sempre maggiore od uguale ad 1.

Qualsiasi giudizio favorevole espresso sulla base di tale indice potrebbe però essere fortemente inficiato dalla presenza fra le attività correnti di un magazzino molto elevato, che nasconda difficoltà nelle vendite o una cattiva politica degli approvvigionamenti o la presenza di materiale obsoleto di difficile impiego nella produzione futura.

E' per tale motivo che in parallelo si ricorre all'indice di liquidità.

L'**Indice di Liquidità** detto anche **Acid Test** è un indice derivato dal precedente, ma

con l'accorgimento di depurare le attività correnti dal magazzino; si ha quindi:

$$\text{Indice di Liquidità} = \text{Acid Test} = \frac{\text{Attività Correnti - Magazzino}}{\text{Passività correnti}}$$

Il valore dell'Acid Test si dovrebbe mantenere poco al di sotto di 1 per avere una situazione abbastanza buona.

Giudizi separati sull'acid test e sull'indice di disponibilità sono però abbastanza poco significativi, mentre può essere estremamente interessante un giudizio complessivo sui due indici, specialmente se espresso su una serie di dati consecutivi nel tempo. Se si dispone ad esempio di una serie storica di tre bilanci (o più) e si calcolano i due indici, che per comodità chiameremo K1 e K2, sarà possibile individuare su un grafico avente come assi K1 e K2 un punto per ciascun anno, e dall'andamento di tale sequenza si potrà esprimere un giudizio sulla evoluzione dell'azienda e su quello che potrebbe essere il suo comportamento futuro.

L' "Indice di Disponibilità" dovrebbe essere sempre maggiore dell'Acid test, visto che rispetto ad esso ha qualcosa in più al numeratore. A seconda dei settori di attività il magazzino ha dei valori fisiologici, che oscillano fra il 10% ed il 20% delle attività correnti, e quindi il maggior valore di questo indice rispetto al precedente dovrebbe essere compreso in tale range. Se quindi l'indice di disponibilità dovesse assumere valori eccedenti il 20% dell'Acid Test vuol dire che il magazzino dell'azienda ha del materiale eccedente, forse obsoleto e quindi di difficile vendita, oppure che nella contabilità qualcosa non funziona a dovere.

I due indici possono essere messi su un unico diagramma, riportato in figura, avente in ascisse  $K_1$  ed in ordinate  $K_2$ . I due indici calcolati individueranno un punto sul diagramma, ed a seconda dell'area nella quale esso cade si potrà immediatamente vedere la condizione in cui versa l'azienda. Per fare ciò si assumono alcuni parametri guida per l'acid test che sono :

Acid Test compreso fra 1 e 0,8 Situazione stabile e relativamente tranquilla

Acid Test compreso fra 0,8 e 0,5 Situazione con preoccupazione crescente man mano che si va verso valori più bassi

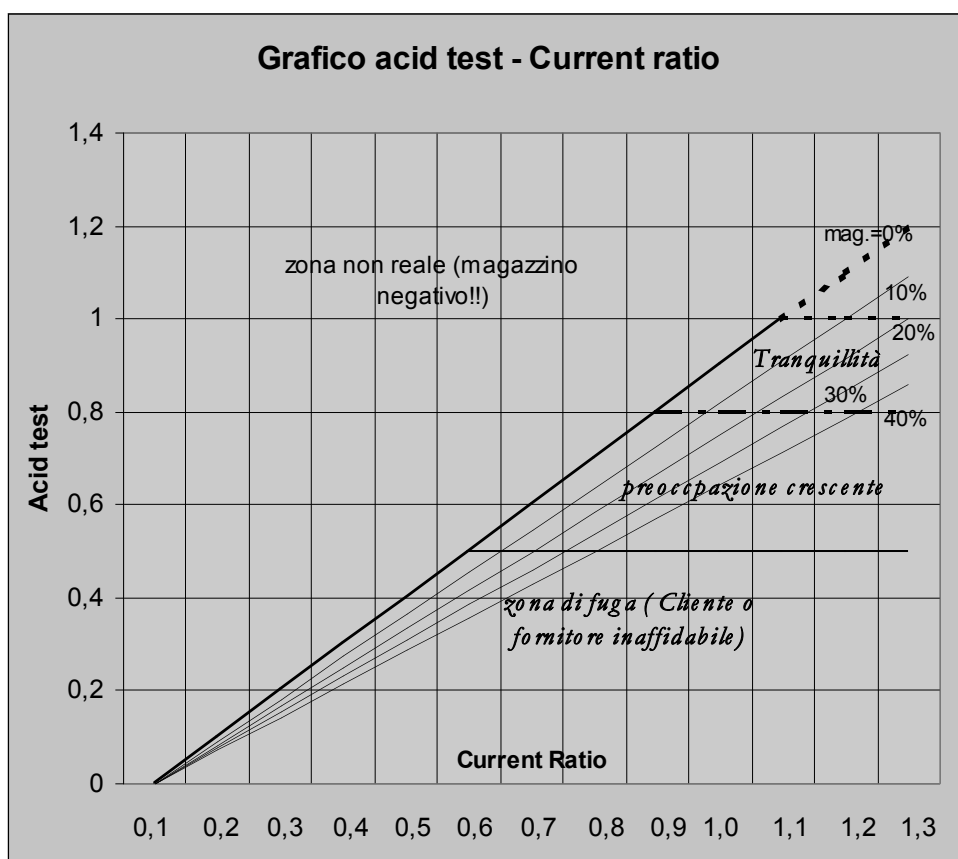
Acid Test inferiore a 0,5 Situazione preoccupante che consiglia un disimpegno rapido, sia che si tratti di fornitore che di cliente



La preoccupazione è crescente però anche man mano che il rapporto fra Current ratio e Acid test va aumentando, e se tale rapporto supera 1,2 (cioè il magazzino è superiore al 20% delle altre attività, occorre essere estremamente prudenti.

Il 20% per tale tipo di analisi è ovviamente un valore indicativo che potrebbe essere inadeguato se si dovesse analizzare il caso di una azienda costretta ad approvvigionarsi su mercati lontani o con merci di difficile o lunga reperibilità, mentre potrebbe essere ridondante se le materie prime fossero "disponibili dietro l'angolo" (just around the corner). Il diagramma è quello riportato in figura:

Diagramma di controllo confrontando K2 (Acid Test) e K1 (Current Ratio)



Il **Rapporto di Gearing** è il rapporto fra l' indebitamento ed il capitale proprio ed il suo nome di chiara derivazione anglosassone, deriva dal termine "gear", ingranaggio, poichè tale rapporto dà una sorta di rapporto di trasmissione e il capitale proprio e quello di terzi a titolo oneroso contribuiscono insieme a muovere l'azienda. Anche la maniera di esprimere tale rapporto è mutuato dalla meccanica poichè si rapporta al capitale proprio assunto come 1, e si avrà quindi 1,2 : 1 oppure 1,35 : 1 e così via.

$\text{Rapporto di Gearing} = \frac{\text{Indebitamento a breve + lungo termine}}{\text{Capitale proprio}}$
---

Il rapporto di gearing è molto importante nelle valutazioni da parte delle banche, le quali si sentono in qualche modo protette da una parte del rischio dall'ammontare del capitale proprio dell'azienda, quindi il rapporto ideale che le banche potrebbero cercare per avere complessivamente un rischio accettabile è il rapporto inferiore ad 1. Tale limite però è considerato troppo severo per vari motivi, non ultimo la presenza di riserve di vario tipo e la contrapposizione al valore del capitale sociale di una quantità di immobilizzazioni che generalmente è superiore al valore di libro, soprattutto se vi sono presenti fabbricati acquisiti prima del calo dell'inflazione. E' per tale motivo che le banche si sentono ancora tranquille con valori del rapporto di gearing intorno ad 1,2 o 1,3, a seconda dei casi. Nei contratti di finanziamento sull'Euromercato il superamento da parte del rapporto di gearing di un certo valore assegnato costituisce uno degli *event of default* , cioè è causa della perdita del beneficio del termine, ed in parole povere costringe fa scattare la clausola contrattuale che costringe al rimborso anticipato ed immediato di tutto il finanziamento.

Un indice abbastanza analogo al precedente, ma solo concettualmente in quanto fornisce una forma di garanzia per il creditore, è il **rapporto fra il capitale netto e le attività immobilizzate**. Tale indice può indicare sia il grado di copertura e quindi di garanzia del capitale con beni immobilizzati ( Nel caso di un rapporto 1:1 fra capitale e debiti il fatto che vi siano beni solidi in contropartita è una forma di garanzia), sia un indicatore della stabilità dell'equilibrio finanziario della società. Per avere una evidenza di quest'ultima affermazione verrà mostrato più avanti una rappresentazione grafica dello stato patrimoniale

$$\text{Rapporto di copertura delle attività fisse} = \frac{\text{Capitale Netto}}{\text{Attività Fisse}}$$

L'equilibrio finanziario di una società è legato alla possibilità di far fronte agli impegni a breve termine con disponibilità esigibili nel breve termine, lasciando le disponibilità esigibili o liquidabili a lungo termine a pareggiare gli impegni a lungo termine.

In altre parole ciò significa che le immobilizzazioni (disponibilità a lungo termine) devono essere bilanciate da impegni a lungo termine come il capitale sociale (Debiti verso i soci da liquidare alla fine della vita della società) e dalle altre poste del patrimonio netto, e in caso di insufficienza anche dai finanziamenti a lungo termine. In una situazione abbastanza ben equilibrata il patrimonio netto + finanziamenti a medio/lungo termine dovrebbero coprire le immobilizzazioni nette e una parte del magazzino, costituita da quella parte di scorte fisiologiche permanenti.



Il motivo di tale necessità di equilibrio risiede nella possibilità, magari remota di dover restituire tutti i finanziamenti a breve termine, costituiti nella grandissima maggioranza da linee di credito a revoca (Conto corrente bancario). In tale situazione, se non vi fossero sufficienti disponibilità a breve per far fronte si dovrebbero alienare gli investimenti produttivi, con danno enorme per l'attività dell'azienda.

A questa forma di equilibrio ,che potremmo definire statico, si può accostare anche la parte centrale della formula di Modigliani Miller ( $ROI - i^*$  ), che come abbiamo visto all'inizio di questo paragrafo, fornisce una indicazione interessante sulle prospettive dell'azienda analizzata.

## ***7 - Economic Value Added (eva)***

### ***1- Alcune definizioni***

L'EVA è un termine costituito da un acronimo, cioè dalle prime lettere di varie parole. Per esteso esso suona come Economic Value Added ed il termine è stato depositato in America, in Europa ed in vari altri paesi dalla Spencer Stuaed, Tale grandezza rappresenta in breve quanto valore l'azienda nel corso dell'anno è riuscita a creare, dopo aver remunerato tutto il capitale investito, quello dei terzi e quello dei soci, essa è quindi il plusvalore che rimane in azienda dopo aver remunerato equamente il capitale ed aver pagato tutti i fattori di produzione.

L' EVA quindi è un indicatore di performance interno adottato dalle società per valutare l'efficacia dell'impiego del capitale investito considerando contemporaneamente i due fattori che impattano sulla redditività:

- Il rendimento minimo richiesto perché un investitore sia convinto ad investire in una determinata attività
- Il costo del capitale di terzi a titolo oneroso investito nell'azienda.

Prima di definire con una formula l'EVA, conviene soffermarsi su alcune grandezze tipiche dell'analisi di bilancio anglosassone che entrano come componenti nella formula dell'EVA e che stanno penetrando gradualmente nella rosa dei parametri considerati anche nelle nostre realtà:

WACC = Weighted Average Cost of Capital è il costo medio ponderato tra costo del capitale proprio ( cioè il rendimento richiesto dagli azionisti ) ed il costo del debito, ove con quest'ultimo termine si intende il costo effettivo del debito, tenuto conto del recupero fiscale dovuto alla detraibilità degli oneri finanziari.

NOPAT = Net Operating Profit After Operating Taxes è l'utile operativo netto dopo le imposte operative, cioè in altri termini è il reddito operativo derivante dall'attività tipica dell'azienda al netto delle imposte, al lordo degli oneri finanziari, e depurato dalle voci contabili non monetarie, ma al netto degli ammortamenti, che costituiscono l'unica voce non monetaria che viene sottratta per il calcolo del NOPAT.

Pertanto il NOPAT risulta essere:

- Utile operativo netto
- +Rettifiche patrimoniali (fondi , accantonamenti, e simili,)
- - imposte operative

oppure

- + Fatturato
- Spese operative monetarie ed ammortamenti
- Tasse

$$\begin{aligned} \text{CAPITAL} &= \text{Patrimonio netto} + \text{debiti finanziari} \\ &\text{oppure} \\ &= \text{Capitale circolante netto} + \text{attivo fisso netto} \end{aligned}$$

Ove

Capitale circolante Netto = Crediti + Magazzino – Debiti a breve non finanziari

Riveste inoltre una certa importanza il rapporto  $R = \text{rapporto fra NOPAT e Capitale investito}$ , e tale rapporto viene utilizzato per dare alla formula dell'EVA una forma semplificata.

## ***2 - La formula dell'EVA***

L'EVA, come è stato precedentemente accennato è il valore eccedente del reddito dopo aver remunerato tutti i fattori di produzione e le varie componenti del capitale ed aver assolto tutti gli obblighi fiscali.

Il reddito risultante da tale operazione è il NOPAT (Net operating profit after Taxes)

Diminuito degli oneri finanziari e della remunerazione del capitale , che con le grandezze precedentemente definite sarà riassumibile nel prodotto  $\text{WACC} \times \text{CAPITAL}$ , quindi:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{CAPITAL}$$

Da cui si possono ricavare varie enunciazioni equivalenti:

$$EVA = \left( \frac{NOPAT}{CAPITAL} - WACC \right) * CAPITAL$$

Oppure, chiamando con R il rapporto fra NOPAT e CAPITAL ( è un reddito percentuale di tutto il capitale, proprio e di terzi a titolo oneroso, investito nell'azienda) otteniamo

$$EVA = ( R - WACC ) * CAPITAL$$

Sembra importante notare una certa analogia della formula dell'EVA così espressa con la formula di Modigliani Miller, che ricordiamo era

$$ROE = ( ROI + ( ROI - i^* ) \rho ) ( 1 - t )$$

Ove ROE e ROI sono notoriamente il Return on Equity ed il Return on Investment,  $\rho$  è il rapporto di gearing ( capitale di terzi su capitale proprio, ed  $i^*$  è il costo medio del danaro di terzi, e  $t$  è l'incidenza fiscale.

Anche nella formula di Modigliani Miller esiste una differenza critica data da  $ROI - i^*$ , cioè se ROI non è superiore al costo medio del danaro il ROE, cioè la redditività per l'azionista diminuisce al crescere della produzione, così pure nella formula dell'EVA non vi è incremento di valore se il reddito non è superiore al costo medio del capitale ( WACC ).

Il concetto di EVA è quindi estremamente semplice e logico, mentre diviene un po' più complesso determinare i parametri necessari al suo calcolo corretto.

### 3- Il calcolo del WACC

Il calcolo del WACC, (Weighted Average Cost of Capital , cioè media ponderata del costo del capitale) sarebbe concettualmente di estrema facilità se si disponesse di tutti i dati necessari.

Nell'ipotesi infatti di avere un capitale proprio  $C_1$  la cui remunerazione sia  $i_1$  ed un capitale di terzi a titolo oneroso  $C_2$ , il cui costo sia  $i_2$ , avremo che i pesi delle due componenti sono rispettivamente:

$$p_1 = C_1 / (C_1 + C_2) \quad \text{e} \quad p_2 = C_2 / (C_1 + C_2)$$

da cui il WACC, costo medio del capitale,

$$\text{WACC} = p_1 i_1 + p_2 i_2$$

Ma mentre risulta abbastanza agevole calcolarsi  $i_2$ , (basta fare il rapporto fra gli oneri finanziari ed il debito e modificarlo per tener conto dell'effetto fiscale), risulta abbastanza complesso calcolarsi  $i_1$ . Il tasso  $i_1$ , rendimento richiesto per i mezzi propri, risulta dalla somma di un rendimento richiesto per una attività senza rischio e di uno spread che remuneri dal rischio di impresa.

Uno dei parametri ai quali ci si può agganciare per avere dei dati abbastanza settici è il rendimento delle azioni quotate alle borse valori. Ovviamente occorrerà assumere un periodo sufficientemente lungo per mediare i momenti di crisi e quelli di euforia, e per i rendimenti senza rischio la remunerazione dei titoli di stato per lo stesso periodo considerato per le azioni. Con tale metodologia si può individuare uno spread nelle remunerazioni che oscilla fra i 5 ed i 6 punti percentuali, a seconda della borsa valori considerata.

All'interno di tale spread vi sono poi variazioni diverse a seconda dei settori di attività e naturalmente per non inficiare il lavoro di paziente calcolo della media si ricorre ad un fattore correttivo dello spread indicato come **Fattore  $\beta$** , che esprime la variabilità dei risultati di un settore rispetto all'andamento generale della totalità dei titoli considerati. Esso moltiplica lo spread standard e può variare, a seconda dei settori più o meno rischiosi di attività, da 1,2 a 0,8. I valori superiori ad uno sono per i settori ciclici (siderurgico, meccanico, chimico ecc) mentre i valori inferiori ad uno sono per i settori anticiclici come ad es. il settore alimentare.

Avremo quindi:

$$i_1 = \text{Rendim. no risk} + \text{Spread} \times \text{Fattore } \beta$$

Il calcolo di  $i_2$  è invece molto più agevole; occorre avere il costo medio del danaro acquisito all'esterno a titolo oneroso e tener conto che gli oneri finanziari sono portati in detrazione come componente negativo di reddito, quindi il costo effettivo



per l'azienda è minore. Considerando quindi che l'incidenza fiscale sia di un certo  $x\%$  (in questo momento il 37% visto che l'IRAP non considera gli oneri fiscali in deduzione), chiamato con  $i^*$  il costo del danaro e con  $t$  l'incidenza fiscale, avremo.

$$i_2 = i^* (1 - t)$$

A questo punto diviene facile calcolarsi il WACC.

Supponiamo di avere una azienda meccanica con un capitale di 1.000.000 di Euro e con un debito verso le banche di 1.500.000 Euro il cui costo medio sia dell'8%. Il rendimento no risk dei titoli di stato sia oggi del 3,5% ed il fattore  $\beta$  del settore sia 1,2 e lo spread standard sia del 5%. L'incidenza fiscale sia del 37%. Calcolare il WACC.

I pesi delle due componenti del capitale sono rispettivamente:

Per il capitale proprio =  $1.000.000 / (1.000.000 + 1.500.000) = 40\%$

Per il capitale di terzi =  $1.500.000 / (1.000.000 + 1.500.000) = 60\%$

$$i_1 = 3,5\% + 5\% \times 1,2 = 9,5\%$$

$$i_2 = 8\% (1 - 0,37) = 8\% \times 0,63 = 5,04\%$$

$$\text{WACC} = 9,5\% \times 0,40 + 5,04\% \times 0,60 = 3,8\% + 3,024\% = 6,824\%$$

#### ***4- Il calcolo dell'EVA***

Riprendendo i dati dell'esempio appena concluso sul calcolo del WACC, possiamo completare le ipotesi al fine di avere tutti i dati necessari per il calcolo dell'EVA.

Con i dati già ipotizzati abbiamo già il CAPITAL = 2.500.000 Euro.

Vi sia un fatturato di 7.000.000 di Euro, un EBIT (utile prima delle tasse e degli oneri finanziari) di 700.000 di Euro, avendo accantonato a fondi 200.000 Euro;

Oneri finanziari per 120.000 Euro, tasse per 380.000 Euro.

La prima cosa da calcolarsi è il NOPAT

$$\text{NOPAT} = 700.000 + 200.000 - 380.000 = 520.000$$

NOPAT

$$EVA = \left( \frac{\text{CAPITAL}}{\text{CAPITAL}} - WACC \right) \times \text{CAPITAL}$$

$$EVA = \left( \left( \frac{520.000}{2.500.000} \right) - 6,824\% \right) \times 2.500.000$$

$$EVA = (0,208 - 0,06824) \times 2.500.000 = 0,13976 \times 2.500.000 = 349.400 \text{ Euro.}$$

### ***8- Alcune applicazioni del calcolo dell'EVA e condizionamenti dal comportamento sulla distribuzione dei dividendi-***

Una delle applicazioni più immediate dell'EVA è il suo utilizzo ai fini del calcolo del valore delle aziende.

Chi investe in una azienda infatti può essere disponibile ad anticipare il valore della equity, cioè il valore del patrimonio netto più un valore addizionale corrispondente alla somma dei valori attuali di tutti i “benefici” addizionali che si avranno in futuro. Per un certo periodo si è inquadrato il valore dell'azienda come la somma dei valori attuali di tutti i flussi futuri (perpetuity). Ma cosa assumere come flussi futuri, i dividendi? E come essere sicuri che nel futuro si verificheranno puntualmente? e soprattutto a quale tasso attualizzarli? Si finiva col calcolare il valore dell'azienda col metodo patrimoniale classico, mediando poi il valore con la somma dei valori attuali dei flussi futuri.

Con l'EVA è possibile ottenere un risultato meno approssimato dal momento che si può ragionevolmente assumere come valore dell'azienda il valore patrimoniale aumentato della somma dei valori attuali dell'EVA dei prossimi anni, valori attualizzati al WACC

Rimane il problema di quanti anni considerare, ma col sistema dell'attualizzazione, dopo un certo numero di anni automaticamente il contributo per ogni anno addizionale diventa sempre più esiguo fino a diventare insignificante.