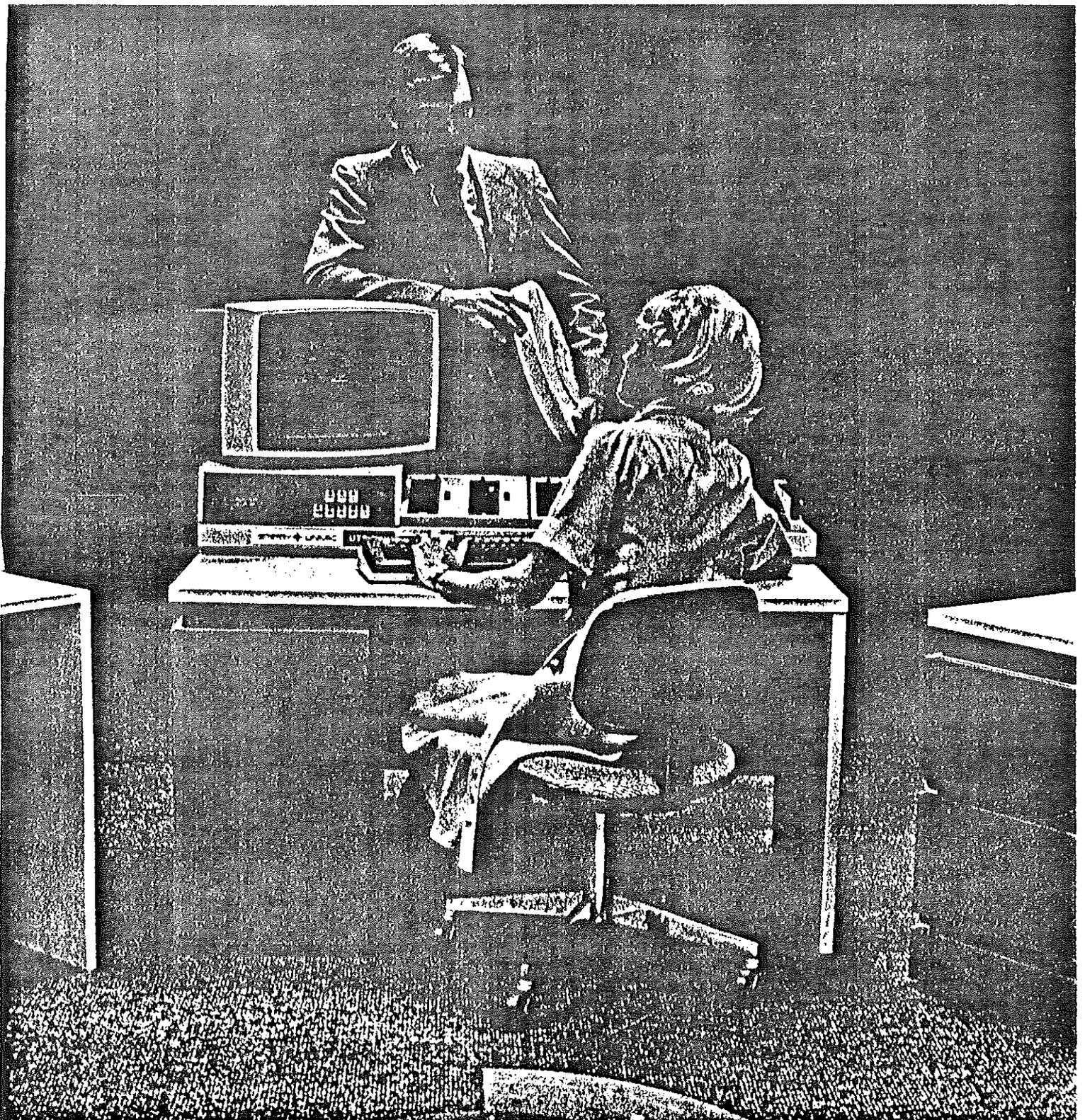


IL DIRIGENTE AMMINISTRATIVO

Franco Angeli Editore - V.le Monza 106 - 20127 Milano

n. 4 - aprile 1978



Quozienti di bilancio, effetto di «leverage» ed effetto «paratasse»

Una panoramica degli indici di bilancio e della loro utilità, con particolare riferimento ai rapporti di leva (che misurano e confrontano il patrimonio netto fornito dall'imprenditore con i capitali forniti dai creditori) e all'effetto «paratasse» / di FRANCO PONTANI

In un periodo di economia perturbata l'operatore economico ricerca gli strumenti atti a consentirgli la sopravvivenza nel mercato, o utilizza con maggior cura e con maggior rigore gli strumenti che la tecnica gli ha posto a disposizione.

In un periodo in cui problemi economici, fiscali, gestionali ed operativi affliggono l'imprenditore, in genere si ricercano informazioni atte a mantenere inalterata la redditività o ad incrementarla.

Se in un sistema produttivo non influenzato da rapide obsolescenze tecniche e in un sistema economico caratterizzato da regimi di libera concorrenza e con mercati ancora da acquisire o che comunque consentono «spazio» a tutti gli operatori, ingegnosità, sensibilità e creatività dell'imprenditore sono i mezzi con cui in genere si sopperisce a carenze strutturali ed organizzative, tali carenze non possono essere accettabili e pertanto dimenticate o sconosciute in una società economica in cui mutamenti tecnologici rapidi e ricorrenti creano la necessità di adeguamenti strutturali dell'impresa ed in cui la conquista del mercato o il suo mantenimento dipendono da conoscenze precise e tempestive circa la capacità dell'azienda a far fronte agli stimoli interni ed esterni conseguenti a tali mutevolezze.

Da quanto sopra emerge che l'imprenditore abbisogna di informazioni di natura storica e prospettica e tali informazioni oltre che dal sistema extracontabile o statistico sono desumibili anche dal sistema contabile.

L'analisi di bilancio con i quozienti (ratio analysis)

Tra le informazioni di cui in genere l'imprenditore dispone dobbiamo annoverare il Bilancio di impresa definito come il documento di natura amministrativa e giuridica e di fattispecie composita che fornisce elementi di diagnosi sull'andamento aziendale.

Quando parliamo del bilancio non limitiamo la sua utilizzazione a scopo interno e cioè di autodiagnosi aziendale ma anche a scopo «esterno» e cioè per il giudizio dei terzi (creditori, azionisti, ecc.) al fine di trarre conclusioni su una certa situazione aziendale.

Il bilancio, costituito dallo Stato Patrimoniale, dal Conto Economico e, per le società di capitali, dalla relazione del Consiglio di Amministrazione e, dove ne ricorrono i presupposti, dalla relazione del Consiglio Sindacale, fornisce tuttavia informazioni in cifre assolute o in illustrazioni descrittive che a volte, singolarmente prese, non sono «sufficientemente informative».

Premesso che parliamo di risultanze «verificate» (e pertanto non riteniamo accettabile l'informazione non «certificata») per trarre opportune conclusioni, il bilancio deve essere analizzato, e viene analizzato sia dall'imprenditore (ed è il miglior tipo di analisi in quanto l'imprenditore oltre che al bilancio come atto composito sopra descritto ha a sua disposizione una massa di informazioni complementari di cui il terzo non dispone), sia dal creditore per verificare della capacità di credito della struttura dell'azienda cui si riferisce il bilancio, sia dal finanziatore per giudicare della validità di richiesta di finanziamento, dell'equilibrio aziendale conseguente al finanziamento e della garanzia di remunerazione del finanziamento stesso, sia dall'azionista per giudicare della convenienza ad investire in capitale di rischio nell'impresa.

Analizzare un bilancio per trarre informazioni di carattere basilare per lo sviluppo conseguente il processo decisionale non è cosa semplice ed i risultati non possono essere assunti immancabilmente al rango di «certezze».

La dottrina e la pratica aziendale suggeriscono due forme di analisi:

- a. utilizzando indici o rapporti o quozienti di bilancio;
- b. studiando ed analizzando la dinamica dei flussi finanziari.

Ambedue questi tipi di analisi non sono molto «antichi» ed hanno avuto il loro maggior contributo dalla dottrina anglosassone.

Premesso che non si può procedere ad una fattiva analisi senza una preliminare riclassificazione delle voci di bilancio per predisporre la struttura stessa del bilancio all'analisi, in questo nostro scritto ci occuperemo dell'analisi di bilancio con i quozienti (ratio analysis), detti anche indici o rapporti di bilancio.

Analizzare un bilancio significa cercare di interpretare il bilancio stesso e gli indici o quozienti di bilancio

Fig. 1

1. Indici di liquidità e solvibilità

1.1 Indice di solvibilità:

$$\frac{\text{Attività totali nette}}{\text{Totale passivo}}$$

1.2 Rapporto corrente (o indice di disponibilità):

$$\frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

1.3 Rapporto di liquidità o prova acida:

$$\frac{\text{Attività correnti} - \text{Rimanenze}}{\text{Passività correnti}}$$

2. Indici di solidità patrimoniale

2.1 Mezzi di terzi:

$$\frac{\text{Totale passivo}}{\text{Attività totali nette}}$$

2.2 Indice di indebitamento:

$$\frac{\text{Totale passivo}}{\text{Patrimonio netto}}$$

2.3 Indice di copertura immobilizzazioni:

$$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Immobilizzazioni nette oppure:}}$$

2.4 Autofinanziamento immobilizzazioni:

$$\frac{\text{Capitale netto} + \text{Fondi ammortamento}}{\text{Immobilizzazioni lorde}}$$

2.5 Indice di garanzia debiti a medio e lungo termine:

$$\frac{\text{Immobilizzazioni nette}}{\text{Debiti a medio e lungo termine}}$$

2.6 Rapporto Cash flow e investimenti fissi:

$$\frac{\text{Ammortamenti dell'esercizio} + \text{Utili d'esercizio non distribuiti}}{\text{Investimenti fissi fatti nell'esercizio}}$$

3. Indici di rotazione

3.1 Rotazione delle scorte:

$$\frac{\text{Costo del venduto}}{\text{Rimanenze (MP/SL/PF)}}$$

3.2 Tempo medio d'incasso:

$$\frac{\text{Clienti} + \text{Cambiali (comprese quelle negoziate)}}{\text{Vendite nette}} \times 365 \text{ gg.}$$

3.3 Durata debiti:

$$\frac{\text{Fornitori}}{\text{Acquisti}} \times 365 \text{ giorni}$$

3.4 Rotazione delle attività totali:

$$\frac{\text{Vendite nette}}{\text{Attività totali nette}}$$

3.5 Rotazione delle attività immobilizzate:

$$\frac{\text{Vendite nette}}{\text{Attività immobilizzate nette}}$$

4. Indici di redditività

4.1 Redditività delle vendite:

$$\frac{\text{Profitto netto di imposte}}{\text{Vendite nette}}$$

4.2 Redditività capitale proprio:

$$\frac{\text{Profitto netto imposte}}{\text{Patrimonio}}$$

4.3 Periodo di recupero dell'investimento totale:

$$\frac{\text{Attività totali nette}}{\text{Media degli utili} + \text{Media ammortamenti di almeno 3 anni}} - \text{anni}$$

4.4 Rendimento nominale azioni:

$$\frac{\text{Dividendo}}{\text{Patrimonio}}$$

4.5 Rendimento reale azioni:

$$\frac{\text{Dividendo}}{\text{Quotazione media}}$$

4.6 Redditività dell'investimento totale dell'azienda:

$$\frac{\text{Vendite nette}}{\text{Attività totali nette}} \cdot \frac{\text{Profitto netto}}{\text{Vendite nette}} = \frac{\text{Profitto al netto delle imposte}}{\text{Attività totali nette}}$$

5. Indici composizione del conto economico

5.1 Ponendo = 100 le vendite nette

calcolare l'incidenza percentuale di tutti gli elementi.

6. Indici dello stato patrimoniale

6.1 Ponendo le attività totali e le passività rispettivamente = 100

calcolare l'incidenza percentuale di tutte le rispettive voci.

sono uno strumento destinato a facilitare tale interpretazione.

Se i bilanci sono consuntivi le notizie ricavate non potranno essere che storiche. Per le valutazioni prospettive gli indici, come qualsiasi altro dato storico, costituiscono una base sulla quale si fondano le previsioni.

Se parliamo di indici è necessario darne una definizione.

«Un indice non è altro che un numero espresso in termini di un altro numero». Si determina dividendo un numero per un altro, la base. Indice pertanto è sinonimo di rapporto o di quoziente e ciò spiega perché fin dall'origine abbiamo usato indifferentemente, e l'un per l'altro, questi termini.

Da quanto sopra esposto emerge che la funzione degli indici è di esprimere i dati originari in forma più intelleggibile ed espressiva ed adatta alle più diverse comparazioni. Ancora essi forniscono indicazioni e conoscenze nuove non desumibili dai singoli dati originari.

Gli indici sono di ausilio per lo studio delle relazioni esistenti tra due variabili e da ciò deriva che le relazioni da studiare devono facilitare la percezione e l'appropriata valutazione del problema in esame.

Dal momento che il denominatore del rapporto costituisce la base del confronto, una appropriata scelta del denominatore (e cioè della base) è di fondamentale importanza. E' la particolare relazione da esaminare a suggerire quale delle due variabili debba essere il denominatore. Purtroppo si possono dare alcune indicazioni di carattere generale:

1. se si tratta di determinare la grandezza di una parte rispetto al totale, il totale deve prendersi come base (cioè come denominatore);
2. se si vuol determinare la variazione intercorsa in un determinato periodo di tempo, il denominatore deve essere il valore all'inizio del periodo;
3. se una delle due variabili può considerarsi dipendente dall'altra, la variabile indipendente deve usarsi come base.

I quozienti più usati

Parlando di indici o quozienti in senso generale non possiamo non pensare ad una loro classificazione. Secondo il tipo di informazione possiamo classificare gli indici in:

- a. *indici di struttura*, che esprimono le proporzioni esistenti tra due elementi e che perciò consentono di valutare se le proporzioni esistenti tra i mezzi a disposizione sono più o meno razionali (un indice per essere efficace deve essere semplice da ricavare ed interpretare e razionale, cioè tra i due termini del rapporto deve esistere relazione logica). Essi riguardano un particolare momento della vita dell'azienda e sono perciò statici. Gli indici in questione hanno la funzione di indicatori di livello;
- b. *indici di attività*, che esprimono lo sviluppo nel tempo di una funzione o di un'attività operativa rispetto ad

un'altra assunta come base. Gli indici di attività introducendo il fattore tempo nell'osservazione hanno carattere dinamico.

Secondo la natura dei termini del rapporto possiamo avere:

- a. *indici di composizione*, se il numeratore rappresenta una parte del tutto;
- b. *indici di derivazione*, se il numeratore ed il denominatore sono di diversa natura.

Secondo la loro origine possiamo avere:

- a. *indici aziendali*, se riguardano l'azienda presa a sé stante;
- b. *indici interaziendali*, se riguardano dati di altre aziende.

Potremmo proseguire nel proporre altre forme di classificazione, ma dobbiamo doverosamente affermare che le varie classificazioni esistenti in dottrina non hanno valore assoluto né si escludono a vicenda, anzi ogni indice rientra contemporaneamente in tutte le classificazioni.

Esaminando più in concreto gli indici o quozienti di bilancio, una classificazione in genere presente in diversi testi di dottrina è quella che li distingue come segue:

- a. indici di liquidità;
- b. indici di solidità patrimoniale;
- c. indici di rotazione;
- d. indici di redditività;
- e. indici di composizione del conto economico;
- f. indici di composizione dello stato patrimoniale;

Non ci dilunghiamo ad illustrare i singoli indici nei loro più o meno intuitivi significati, ma rinviamo alla fig. 1 per gli indici più ricorrenti e comunque più usati per l'analisi di bilancio.

Significatività parametrica dei quozienti e suoi limiti

Quando parliamo di indici di bilancio abbiamo già posto un limite di carattere generale alla loro significatività ai fini dell'analisi e della conseguente diagnostica della situazione di impresa. Possiamo pertanto dire che, se un indice viene utilizzato come strumento di analisi, incontra per la sua significatività i limiti impliciti nel bilancio oggetto dell'analisi. Si deve pertanto preliminarmente distinguere tra bilancio interno, avente scopo conoscitivo, e bilancio esterno che può essere destinato al perseguimento di scopi più diversi attraverso la politica di bilancio. I bilanci interni si prestano ad indagini più approfondite rispetto a quelli esterni ed è pertanto intuitivo che la funzione segnaletica degli indici viene esaltata nell'analisi dei bilanci interni.

E' ancora da ribadire in senso generale che il valore segnaletico degli indici economici e finanziari dipende in modo vincolante dai criteri di valutazione adottati nella redazione dei bilanci analizzati. Il mutare, nel tempo, dei criteri di valutazione, nel caso degli indici aziendali, non consente di poter seguire «l'andamento» degli indici nel tempo in quanto le eventuali fluttuazioni emergenti o

le eventuali «costanze» potrebbero essere frutto, come di fatto sono, di mutati criteri di valutazione dei termini del confronto. E' evidente quindi che la validità degli indici ad essere assunti come parametri segnaletici, e pertanto intesi come quozienti che forniscono notizie in termini di confronti, dipende dalla attendibilità e dalla omogeneità dei termini raffrontati. E' per questo motivo che diamo per scontato che per un approccio preliminare ad una buona analisi di bilancio, il bilancio stesso debba essere stato assoggettato ad un procedimento di certificazione per garantire la attendibilità e di riclassificazione per garantire la omogeneità.

Per dare agli indici di bilancio una loro significatività, è necessario procedere all'interpretazione degli indici stessi in relazione principalmente alle caratteristiche dell'ambiente esterno, pur riconoscendo che le situazioni che caratterizzano la vita delle aziende, incidendo sia sulle politiche di gestione che sui criteri di valutazione, portano non solo ad ottenere indici differenti, ma soprattutto ad interpretarli diversamente in relazione alle variabili caratteristiche degli ambienti in cui operano le aziende.

Gli indici, poi, rilevano solo uno dei molteplici aspetti in cui una singola fattispecie può essere esaminata e non rilevano le differenze nelle condizioni operative pur essendo uno stimolo per indagare su queste differenze.

E' importante precisare che gli indici o quozienti di bilancio consentono il massimo risultato come parametri segnaletici, solo se rendono possibile un ragionamento sistematico statico e dinamico sulla gestione o, in altre parole, se facilitano la sistematica lettura del bilancio di esercizio. Ciò porta ad affermare che un indice singolarmente preso ha uno scarso significato in quanto è solo confrontandolo con altri rapporti che è possibile coglierne l'effettiva significatività. In altre parole è solo l'uso coordinato degli indici che impedisce l'esame frammentario della gestione con il conseguente pericolo di trascurare importanti aspetti gestionali.

La classificazione degli indici non deve indurre a considerare singolarmente i frammentari aspetti trattati nella classificazione, in quanto l'azienda non opera a compartimenti stagni o comunque a settori autonomi sprovvisti di nessi e collegamenti stretti, ed è soltanto vedendo l'impresa come un tutto inscindibile ed analizzabile che si può trarre da un coordinato sistema di indici una coordinata serie di informazioni aventi natura segnaletica.

Non possiamo ancora non considerare il fatto che, confrontando valori assoluti e valori percentuali nella dinamica temporale, la capacità segnaletica dell'indice perde di efficacia in presenza della mutata capacità di acquisto della moneta, cioè in presenza di inflazione. I dati posti a confronto pertanto per poter essere significativi potranno non solo essere «verificati» e «riclassificati», ma anche «rettificati».

I rapporti di leva

I rapporti di leva misurano e confrontano il patrimonio netto fornito dall'imprenditore con i capitali forniti dai creditori.

Tra tali indici rientra quello definito di «solidità patrimoniale» che è dato dal rapporto indebitamento totale/attività totali nette. Tale indice viene in genere abbinato al rapporto totale passivo/patrimonio netto.

Il primo indice, premesso che per attività totali nette intendiamo le attività al netto dei fondi e degli accantonamenti rettificativi, informa di come i mezzi acquisiti da terze economie finanzino le attività nette dell'impresa; il secondo indice, che esprime una scelta di importanza fondamentale che investe direttamente il grado di rischio che l'azienda intende sopportare, acquista ai fini operativi un duplice significato: dal punto di vista prettamente finanziario rappresenta il grado di dipendenza finanziaria, dal punto di vista economico indica l'effetto esercitato almeno in prima approssimazione da una certa composizione delle fonti di finanziamento sulla dimensione del tasso di redditività del capitale proprio.

Se rammentiamo quanto abbiamo a suo tempo esposto sul significato segnaletico degli indici in funzione del denominatore, e applichiamo quei concetti a questi due indici ci rendiamo conto che il numeratore dei due rapporti è identico mentre diversa è la base. Nel primo indice misuriamo il ricorso al credito per finanziare le attività totali nette, nel secondo misuriamo un effetto di composizione. In effetti ambedue gli indici si possono considerare parte di un unico indice e cioè un indice di rapporto tra capitale proprio e capitale di terzi che insieme assommati finanziano le attività.

L'esame del suddetto rapporto di composizione porta come conseguenza un certo numero di implicazioni.

In primo luogo i creditori oltre che sulla struttura generale di impresa contano sul Capitale Netto come su di un margine di garanzia. Quando l'imprenditore fornisce solo una piccola porzione del finanziamento totale di impresa e pertanto il rapporto tra il totale del passivo e cioè il totale di indebitamento (che include le passività correnti e tutte le obbligazioni a medio-lungo termine) ed il patrimonio netto o comunque tra il totale passivo ed il totale di «capitalizzazione» (cfr. Hunt-Williams-Donaldson pagg. 410 e segg. del vol. «Finanza per la Direzione Aziendale») si risolve chiaramente a sfavore del capitale netto, i rischi dell'impresa vengono ad essere sostenuti principalmente dai creditori.

Un secondo ordine di considerazioni è quello secondo il quale incrementando i fondi di finanziamento attraverso il ricorso all'indebitamento, l'imprenditore o comunque i proprietari del capitale proprio hanno il vantaggio di mantenere il controllo dell'impresa con un investimento limitato e pertanto anche con un rischio limitato a tale investimento.

In terzo luogo, quando la remunerazione degli investimenti dei capitali ottenuti tramite l'indebitamento è superiore al costo dell'ottenimento di tali capitali (interessi), la redditività del capitale proprio viene ad essere incrementata in quanto la redditività è pari a quella tipica di ogni lira investita, prescindendo dalla fonte, e rapportata al capitale proprio aumentata della differenza tra la remunerazione della lira investita e del costo di approvvigionamento della stessa lira per il capitale ottenuto tramite l'indebitamento e rapportata (tale differenza) al ca-

pitale proprio. In altre parole se abbiamo un capitale proprio di 1.000 e un capitale di terzi di 2.000 e il rendimento globale delle 3.000 è 300 significa che ogni lira investita frutta il 10%. Se il costo di approvvigionamento delle 2.000 è l'8%, guadagnerò sulle 2.000 il 2% e pertanto se dal totale di 300 tolgo 160 di interessi passivi la redditività del capitale proprio sarà di 140 che rapportata al 1000 sarà pari al 14% di cui il 10% sarà dovuto alla normale redditività nell'investimento ed il 4% il «soprareddito» derivante dalla presenza di un capitale ottenuto tramite l'indebitamento ad un costo inferiore alla redditività dello stesso capitale investito.

Questo ci spiega il fenomeno di «leva». Naturalmente tale fenomeno non è sempre favorevole come si può facilmente intuire anche dall'esemplificazione proposta. Nel caso esaminato può portare a risultati nettamente diversi quando il costo di approvvigionamento del capitale dell'indebitamento supera la redditività del capitale investito.

Traendo da J.F. Weston E.F. Brigham (in «Finanza Aziendale» pagg. 40 e segg.), le aziende con bassi rapporti di leva (e cioè con minor ricorso all'indebitamento) hanno un minor rischio di perdite quando l'economia è in recessione (in conseguenza del fatto che pur aumentando in periodi di recessione il costo del capitale di terzi, avendone fatto scarso ricorso, il costo conseguente, pur essendo crescente, risulta sempre limitato e pertanto probabilmente «coperto» dalla redditività del capitale proprio esente da tale costo), ma esse hanno anche possibili rendimenti più bassi quando l'economia è in sviluppo (in quanto non possono approfittare della differenza tra la redditività del capitale investito ed il costo per l'ottenimento del capitale da indebitamento, in quanto minore è il ricorso all'indebitamento minori sono le «differenze di utile» tra i due tassi).

In altre parole le aziende con alti rapporti di leva corrono il rischio di larghe perdite ma hanno anche l'opportunità di forti profitti. Se esaminiamo la situazione italiana ci renderemo senz'altro conto che il massiccio ricorso al credito bancario negli ultimi anni (anni di crisi succedutisi ad un periodo di espansione ed anni di crisi in cui non è stato possibile contrarre la dimensione dei capitali da indebitamento anche perché processo inflazionistico, incremento di costi fissi ed incremento del costo del denaro lo hanno impedito) ha portato (proprio in fase di recessione) ad avere effetti di leva negativi cioè a creare forti perdite in conseguenza del rapporto esistente tra capitale proprio e di terzi. L'effetto di leva pertanto non può essere tale da dover indurre a ricorrere indiscriminatamente al capitale di terzi per massimizzare il rendimento del capitale proprio quale sorta di speculazione. Riferendoci all'opera di Claudio Demattè («La valutazione della capacità di credito nelle analisi di fido», pagg. 139 e segg.) la ricerca dell'impresa deve essere volta alla determinazione dell'indebitamento ottimale e pertanto dell'ottimale grado di leva o di «leverage». Tale livello ottimale ovviamente muta nel tempo in funzione della situazione economica e pertanto delle singole fasi della stessa, dell'evoluzione del mercato del credito e delle condizioni interne di gestione. La scelta di «leverage»

è basata quindi su una precisa politica che è condizionata all'individuazione di due particolari categorie di fattori:

- a. la prima comprende quelli che hanno attinenza con la gestione operativa e quindi con l'andamento della produzione e delle vendite;
- b. la seconda inerisce i fattori che si riferiscono all'andamento del mercato del credito e cioè alla funzione di offerta dei capitali.

Ciò spiega perché, in effetti, i rapporti di leva siano più di uno. Per spiegare l'effetto di leva ci siamo infatti praticamente attenuti ad un indice di composizione patrimoniale ma questo dato è insufficiente. Infatti fornisce informazioni storiche ma solo parzialmente ad utilizzazione prospettica.

Citando ancora Weston Brigham, le decisioni circa l'uso della leva e pertanto volte all'uso ottimale della stessa devono bilanciare da un lato possibili rendimenti più alti e dall'altro maggiori rischi. In pratica l'effetto leverage viene affrontato in due modi: uno comprende l'esame del rapporto di composizione di bilancio (da noi esaminato), l'altro misura i rischi dell'indebitamento secondo i rapporti del conto economico designati a misurare la copertura degli interessi e la copertura dei costi fissi.

Il rapporto di copertura degli interessi si determina dividendo il reddito al lordo delle imposte aumentato degli interessi passivi e rapportato a tali interessi passivi. Tale rapporto misura il livello a cui il reddito può diminuire senza imbarazzo finanziario per l'azienda a causa dell'incapacità di far fronte ai costi annuali di interesse.

Il rapporto di copertura dei costi fissi si determina dividendo i redditi al lordo dei costi fissi per i costi fissi totali nei quali sono accolti gli interessi passivi, anche perché se il rapporto di indebitamento è strutturale dell'azienda il costo di acquisizione di tali mezzi finanziari diventa un costo fisso, cioè ineliminabile, e non facilmente contenibile.

L'esame di questi tre indici, uno di composizione patrimoniale e gli altri di derivazione economica, fornisce segnalazioni di tipo «aziendale», ma per una maggiore significatività il confronto dovrebbe essere effettuato con indici dello stesso tipo di natura interaziendale, oggi, purtroppo, allo stato dei fatti, spesso non disponibili.

L'effetto paratasse

La redditività del capitale proprio non viene solo influenzata dal conseguente effetto economico derivante dal maggiore o minore ricorso all'indebitamento, ma anche da quello che viene in dottrina definito l'effetto «paratasse» (cfr. in dettaglio Hunt-Williams-Donaldson op. cit. ed E. Solomon, in «Finanza Aziendale»).

Traendo da Maria Barbato Bergamin (in «Indici di Bilancio e Flussi Finanziari» di Coda-Brunetti-Barbato Bergamin), se gli oneri finanziari variano in relazione al volume dell'indebitamento e alla struttura dello stesso, per cui a combinazioni diverse di indebitamento corri-

spondono, a parità di volumi di debiti, oneri finanziari di ammontare differente (vedi peraltro i concetti accolti da Hunt Williams Donaldson in op. cit. pag. 412 per il significato di capitalizzazione totale, capitale proprio - inteso come azioni ordinarie ed utili non distribuiti - ed indebitamento - nel cui termine è incluso l'ammontare delle azioni privilegiate in quanto a diritto di reddito garantito), le imposte sono commisurate essenzialmente al reddito.

Se prescindiamo dal concetto secondo il quale la politica fiscale costituisce un interessante motivo di leva (questa ipotesi non è stata sufficientemente affrontata dalla Bergamin che è partita da una condizione di indifferenza quando nella realtà ciò non è affatto vero; infatti riteniamo che a parità di rapporti di indebitamento e capitale proprio, la struttura giuridica dell'impresa - società di persone con progressività di aliquota e società di capitali con proporzionalità di aliquota - sia motivo diretto di effetto paratasse in conseguenza della sua ripercussione, in quanto in condizioni strutturali fiscali diverse l'effetto congiunto di imposte ed oneri finanziari sulla redditività del capitale proprio muta a parità di rapporti di indebitamento), e partendo dall'ipotesi di indifferenza di politica fiscale possiamo verificare il fenomeno secondo il quale all'aumentare dell'indebitamento, se ad esso non si accompagna un proporzionale incremento percentuale nel costo dei capitali (ipotesi piuttosto lontana dalla realtà) si ha un aumento della redditività dell'investimento del capitale proprio per effetto della riduzione del reddito imponibile prodotta dagli oneri finanziari. Naturalmente, più è basso il costo dell'indebitamento, a parità di ammontare complessivo, e più accentuato è l'effetto prodotto sul rendimento del capitale netto, in quanto gli oneri tributari addizionali sono più che compensati dalla riduzione degli oneri finanziari.

Conclusioni

Abbiamo voluto fornire in questo scritto, nell'ambito della panoramica generale del sistema di analisi di bilan-

cio con i quozienti, lo spunto per alcune osservazioni volte ad evidenziare che un solo indice non assume mai significatività segnaletica in senso assoluto, ma che solo un complesso di indici ordinato al sistema può assurgere a tale valore, ma con diverse limitazioni, non ultima quella derivante da un processo inflazionistico in atto.

In particolare riferimento alla situazione italiana abbiamo voluto esaminare l'effetto del ricorso all'indebitamento nell'ambito di una politica finanziaria di ottimizzazione dell'effetto di leverage, con conseguenti effetti «paratasse», affidando al lettore le opportune meditazioni su tutte le implicanze del caso. Nell'ambito della situazione italiana tuttavia analisi di bilancio e politiche finanziarie e del tipo descritto non sempre possono trovare concreta e fattiva applicazione in quanto:

- a. i bilanci certificati sono una autentica rarità;
- b. non si dispone di un organico sistema di informazioni statistiche interaziendali;
- c. la gestione dell'impresa è spesso svincolata dalle politiche di massimizzazione del reddito in quanto il reddito è una dimensione molte volte «politica» ottenuta con manovre su poste di accantonamento e addirittura su procedure di contabilizzazione di costi e di ricavi;
- d. la struttura minima obbligatoria stabilita dal C.C. e dalle Leggi speciali per il Bilancio e per il Conto Economico non è tale da consentire agevolmente analisi di tipo esterno;
- e. il contenuto minimo della relazione degli Amministratori non essendo ancora ben definito impedisce spesso di completare le informazioni mancanti per l'analisi di bilancio.

L'analisi di bilancio pertanto e le conseguenti possibili scelte operative finanziarie resta uno strumento di grande validità operativa a livello dell'impresa di piccola-media o grande dimensione dotata di strutture elastiche e gestite con criteri che consentono di poter approfittare a livello decisionale delle informazioni desunte dalle analisi stesse.