

Prefazione

Una allocazione efficiente delle risorse disponibili è condizione necessaria per la crescita e la prosperità di un paese. Il risparmio deve affluire laddove produce ricchezza ovvero alle imprese più meritevoli.

Il processo di allocazione del capitale deve muovere dal bilancio, che è la base informativa più affidabile a disposizione degli operatori in quanto viene redatto nel rispetto di principi che in varia misura ne vincolano i contenuti e la forma. Le altre informazioni di fonte aziendale potenzialmente anche più rilevanti dell'informazione contabile – quali le misure di performance non finanziarie o le informazioni prospettiche o le rielaborazioni di dati contabili a cura del management – soffrono invece del grave limite di essere prodotte in forme e con contenuti non vincolanti e quindi potenzialmente soggette a un uso opportunistico da parte del management.

L'analisi di bilancio è una tecnica di lettura che permette di estrarre dalla storia di un'impresa le informazioni necessarie a comprendere come l'idea imprenditoriale si sia strutturata in un modello di business, come le capacità e le competenze sedimentate nell'organizzazione aziendale abbiano generato performance e a quali rischi è esposta la gestione. L'analisi di bilancio serve sempre per supportare le decisioni economiche da parte dei molteplici soggetti che con l'impresa interagiscono. Le decisioni economiche sono in ultima istanza scelte di investimento, che implicano un processo valutativo: nell'ottica assunta tutte le decisioni di investimento si fondano alla fine sul valore dell'impresa. L'analisi di bilancio razionalizza le informazioni contabili storiche e le trasforma in conoscenza utile per formulare attendibili previsioni dei risultati attesi e ragionevoli valutazioni. Essa è per sua natura di tipo *backward looking* ma alimenta processi che sono *forward looking*.

Come rendere dinamica l'analisi di bilancio è lo scopo di questo volume. In esso si illustrano logiche e strumenti necessari ad analisti esterni per operare in azioni di minoranza (tipicamente di società quotate). Per l'analisi fondamentale l'acquisto o vendita di azioni sono l'esito di una esaustiva indagine del sottostante delle azioni medesime, l'impresa così come riflessa nei bilanci. Esulano dalla trattazione invece le operazioni di finanza straordinaria e gli investimenti in capitale di debito.

L'analisi di bilancio deve essere coerente con il suo fine valutativo, che trova formalizzazione logica nell'equazione del valore. In questa schematizzazione di uno stato patrimoniale espresso a valori di mercato, il valore d'impresa è ripartito al passivo tra i detentori dei diritti finanziari iscritti sulle attività, i conferenti il capitale di debito e gli azionisti. L'elaborazione delle informazioni contabili deve risultare omogenea con la descritta relazione.

In questa prospettiva il testo adotta uno schema concettuale che integra principi di Contabilità con principi di Finanza. Il punto di incontro tra questi due mondi è rappresentato dai modelli di valutazione *accounting-based*, che ancorano il valore a parametri contabili: alla prima spetta determinare la redditività del business, alla seconda fissare il costo del capitale. La creazione di valore, che la Finanza coglie con il VAN, coincide con l'attualizzazione dei sovraredditi attesi per la Contabilità.

Ogni *equity analyst* è chiamato a risolvere l'eterno dilemma di quale sia l'appropriata misura del risultato di periodo, il reddito o il flusso di cassa. Per la Finanza *cash is king*, ma il reddito ha una superiore valenza economica dato che:

- il flusso di cassa attiene alla sfera della distribuzione del valore, mentre la produzione del valore dipende dalla capacità di reddito;
- le informazioni contabili costituiscono la migliore base per effettuare previsioni non distorte sulla capacità d'impresa di generare risultati prospettici: nell'utile vi è implicita una capacità previsionale che nei flussi di cassa non può esserci. La contabilità, in quanto ispirata al "principio di competenza", si fonda su valori stimati e congetturati (*accruals*) nell'intento di misurare i rischi associati alle operazioni ancora in corso di svolgimento¹ e di rilasciare una misura di risultato di periodo tempestiva e dunque utile per assumere decisioni economiche.

I prezzi di borsa delle azioni di società quotate, per esempio, normalmente reagiscono alla presentazione da parte del management dei risultati di bilancio trimestrali: ciò significa che il bilancio contiene informazioni in grado di consentire agli investitori di aggiornare o rivedere le proprie previsioni e di assumere decisioni di acquisto o vendita. Quando la *Securities and Exchange Commission* impone a una public company il *restatement* del bilancio la maggior flessione delle quotazioni si riscontra nel caso di aggiustamento dei ricavi, rettifica che lascia invariati i flussi di cassa.

Riconoscere la rilevanza economica del reddito non equivale a censurare il "lato oscuro" della contabilità. La capacità previsionale dell'utile, che coincide con la rilevanza economica dell'informazione contabile, è ottenuta al prezzo della discrezionalità del giudizio implicito nella previsione stessa cioè di una minore affidabilità in quanto gli input sottostanti alla stima degli *accruals* sono inosservabili. L'analista di bilancio è consapevole di abbandonare il certo per l'incerto e di esporsi al rischio di lavorare su una rappresentazione contabile della situazione aziendale distorta allorché le politiche di bilancio adottate dai manager innescano trasferimenti di utili nel tempo, deprimendo il reddito corrente a beneficio dei successivi esercizi (*earnings lending*) o gonfiandolo prendendo a prestito utili dal futuro (*earnings borrowing*).

¹ Il bilancio non riporta una misurazione oggettiva di dati di fatto ma misure che presuppongono l'esercizio di giudizio e che come tali sono opinioni. Gli ambiti che definiscono l'esercizio di tale giudizio sono definiti dai principi contabili nel rispetto di un fondamentale *trade-off* fra due obiettivi in contrasto fra loro: la rilevanza economica (ovvero l'utilità dell'informazione di bilancio per fini decisionali) e l'affidabilità dell'informazione di bilancio per un fruitore esterno. In teoria un bilancio che adottasse il principio di cassa fornirebbe un'informazione sicuramente affidabile, ma assai poco rilevante economicamente in quanto il flusso di cassa di un esercizio è un cattivo previsore del flusso prospettico.

Per queste ragioni l'informazione contabile pur costituendo la migliore base per assumere decisioni economiche non può essere utilizzata in forma grezza, ma richiede capacità di discernimento e approccio critico. In altri termini l'analisi di bilancio consiste negli strumenti e nelle tecniche utili a tradurre l'informazione contabile in informazione economicamente rilevante. L'*equity analyst* è un fruitore "intelligente" dell'informazione contabile in quanto:

- crede che il valore di un'impresa sia funzione dei risultati futuri generati dalle scelte già compiute dal management e non invece di come siano formulati i piani (più o meno aggressivi) da parte del management stesso. L'output delle previsioni viene cioè sottoposto al vaglio della storia;
- crede che anche il flusso di cassa storico sia soggetto a possibili manipolazioni da parte del management;
- sa che, a fronte di diverse possibili configurazioni di utile, esistono altrettante diverse configurazioni di patrimonio netto e che l'informazione contabile deve essere letta congiuntamente;
- naturalmente fa uso di adeguato scetticismo nel valutare l'informazione contabile, perché sa che vi è informazione contabile di buona e di cattiva qualità;
- ma governa anche la proprietà contabile degli *accruals* – il loro riversamento a conto economico nel tempo – e la utilizza a fini previsivi.

Struttura del testo

Il volume è idealmente suddiviso in tre parti che ruotano attorno ai seguenti momenti (**Fig. 1**): il passato, il futuro e il presente.

Il primo momento ha per oggetto la conoscenza del passato. La storia costituisce l'ambito primario dell'analisi di bilancio, che si fonda sui seguenti *steps*:

1. la riclassificazione di stato patrimoniale e di conto economico, con cui identificare il reddito e la dotazione di capitale in uso nel core business;
2. le politiche di bilancio e la qualità del reddito (*accounting analysis*). La manipolazione del reddito lascia traccia in stato patrimoniale e l'analista deve essere in grado di distinguere le variazioni anomale degli *accruals* da quelle normali (*bad accruals* e *good accruals*). Solo i *bad accruals* rappresentano la via attraverso la quale gli amministratori possono pilotare gli utili;
3. le rettifiche al bilancio, che eliminano le principali distorsioni derivanti dall'applicazione dei principi contabili e dalla discrezionalità delle scelte contabili nelle valutazioni di bilancio;
4. l'analisi del profilo di rischio, in quanto l'informativa contabile deve fornire una adeguata rappresentazione della volatilità ed elasticità dei risultati aziendali;
5. l'analisi per quozienti della redditività, mediante la quale si identificano i veri driver della performance e si isolano i falsi segnali figli di anomalie contabili. Solo i primi sono alla base del vantaggio competitivo e rendono sostenibili nel tempo i risultati aziendali;
6. l'analisi dei flussi di cassa, con i quali si stima il tasso interno di rendimento degli investimenti già realizzati dall'impresa.

Figura 1 La prospettiva temporale dell'analista di bilancio

Il secondo momento riguarda la previsione dei risultati attesi dalla gestione aziendale. Lo strumento con il quale proiettarsi nel futuro è rappresentato dal bilancio previsionale.

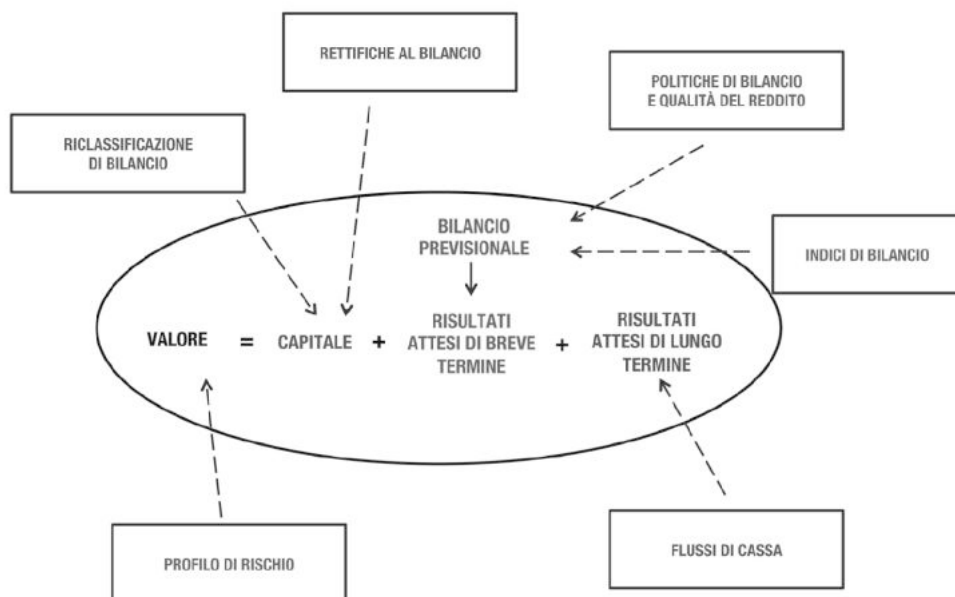
Il presente costituisce il terzo e ultimo momento e ha per oggetto la valutazione d'impresa. Particolare enfasi è dedicata ai modelli contabili. Il bilancio non è l'unica fonte di informazione rilevante ai fini della stima del valore d'impresa, ma è una base importante a cui ancorare la valutazione. I modelli contabili hanno il pregio di esplicitare il driver della creazione di valore: la capacità di generare sovraredditi in funzione della redditività del core business. Tra gli strumenti di un *equity analyst* rientrano anche i criteri di valutazione (assoluti e relativi) basati su quantità aziendali, nonché la misurazione delle performance a valore.

Per comprendere come l'analisi di bilancio supporti processi *forward looking* partiamo dal momento valutativo (Fig. 2). Nel più diffuso modello di valutazione contabile – il *Residual Income Model* – il valore si forma per stratificazione di tre blocchi: il capitale detenuto, i risultati attesi (in termini di sovrareddito) di breve termine e i risultati attesi nel lungo termine. A loro volta i risultati attesi di breve termine sono elaborati da informazioni estratte dai bilanci previsionali. Come l'analisi di bilancio agisce sui tre strati?

Alla misurazione della dotazione di capitale richiesta dalla strategia aziendale concorre la riclassificazione di stato patrimoniale.

L'analista esercita il proprio scetticismo valutando la qualità degli utili sulla base degli *accrual* discrezionali. Rettificando i valori contabili di stato patrimoniale dalle principali distorsioni causate dalle politiche di bilancio, si giunge a riesprimere a valori correnti il capitale in uso.

Figura 2 Il ruolo dell'analisi di bilancio



L'analisi congiunta delle politiche di bilancio e della redditività è funzionale a migliorare l'output del processo previsionale, minimizzando il rischio di incorrere nei più eclatanti errori di previsione dei risultati attesi nell'immediato futuro.

L'analisi di bilancio supporta la fase valutativa in quanto nella storia sono sedimentate informazioni utili per supportare la stima di due fondamentali parametri dei modelli di valutazione: il premio per il rischio incorporato nel tasso di sconto e il saggio di crescita di lungo termine. Le misure contabili del rischio estratte dal conto economico sono infatti correlate con le misure di rischio proprie della finanza. Il tasso di crescita degli utili nel lungo termine dipende dall'*Internal Rate of Return* delle opportunità di crescita: per evitare eccessi di ottimismo la storia ci consegna quale parametro di confronto l'IRR degli investimenti già realizzati. Il riscontro della capacità di creare valore dalle attività in essere è il presupposto per poter estendere questa attitudine anche ai futuri investimenti.

L'integrazione dei tre momenti contraddistingue l'analisi fondamentale, la quale si articola in un processo strutturato e disciplinato che dischiude l'opportunità di minimizzare l'errore di misurazione in termini di risultati attesi e di valore d'impresa.

Tre nuovi capitoli arricchiscono questa seconda edizione. Alla riclassificazione è dedicato il cap. 2 al fine di esplicitare la logica che guida l'analisi di bilancio fin dal suo primo step: la riesposizione delle poste patrimoniali deve essere coerente con l'equazione del valore.

Il cap. 6 ha per oggetto l'analisi della qualità del reddito, aspetto fondamentale in un contesto in cui sovente gli utili sono con varia intensità pilotati. Compito di un analista esterno è di quantificare i possibili trasferimenti di utili nel tempo.

Infine nel cap. 10 vengono illustrate metodologie quantitative che, avvalendosi di dati contabili, permettono di gerarchizzare gli attori operanti in un settore per livelli di efficienza e di stimare il contributo offerto dall'abilità manageriale.

Viene invece rivisitata la scomposizione della redditività del capitale investito con riguardo alla rotazione delle attività operative, constatato che proprio questo indice è maggiormente esposto a errate interpretazioni.

Paolo Ghiringhelli