

# Analisi di Bilancio

Guida per lo studente a cura di Francesco Giunta

Anno Accademico 2016-2017

# Analisi di Bilancio

Guida per lo studente a cura di Francesco Giunta

## 1. OGGETTO E OBIETTIVI DEL CORSO

## 2. LA PREPARAZIONE DI INGRESSO

## 3. IL METODO DI LAVORO

## 4. LEZIONI ED ESERCITAZIONI

## 5. I DOCENTI

## 6. I MATERIALI DIDATTICI

## 7. IL SITO DEL CORSO

## 8. LA PROVA D'ESAME

## 9. LA QUALITÀ DEL CORSO

### Allegato A - SYLLABUS DELLE LEZIONI ED ESERCITAZIONI

### Allegato B - REGOLE DELLA PROVA D'ESAME

### Allegato C - INDICAZIONI PER LA REDAZIONE DEL RAPPORTO DI ANALISI

## 1. OGGETTO E OBIETTIVI DEL CORSO

Il Corso si colloca nel quadro dell'analisi fondamentale, la quale si propone come un processo articolato in alcune fasi che culminano con la redazione di bilanci preventivi e la determinazione, attraverso i valori contenuti in tali bilanci, del valore economico del capitale di un'impresa, altrimenti detto intrinseco o fondamentale.

Tipicamente, l'analisi fondamentale si sviluppa nei Paesi dove operano imprese di grande dimensione che si finanziano attraverso mercati finanziari ampi ed efficienti. Si tratta di Paesi di cultura anglosassone, nei quali la Borsa svolge un ruolo essenziale per il finanziamento delle imprese. Le logiche dell'analisi fondamentale, tuttavia, si possono applicare a ogni contesto economico e ad aziende di ogni dimensione. Anche nelle piccole e medie imprese, infatti, le scelte di gestione devono mirare ad accrescere, nel medio-lungo termine, il valore economico

*"Financial statements report the numbers. Financial statements translate economic factor into accounting numbers like assets, sales, margins, cash flows, and earnings, and therefore we analyze the business by analyzing financial statements. We understand the effects of market power from accounting numbers. We evaluate the durability of competitive advantage from sequences of accounting numbers. Financial statements analysis organizes the financial statements in a way that highlights these features of a business"*

Stephen H. Penman  
2010

del capitale posseduto dai soci.

Tra le fasi dell'analisi fondamentale, un ruolo centrale è svolto dall'**analisi di bilancio**. L'analisi è condotta sia su serie storiche di bilanci dell'impresa oggetto di valutazione (*time series analysis*), sia sui bilanci dei concorrenti (*cross-sectional analysis*); ciò allo scopo di:

- evidenziare gli andamenti passati delle principali variabili economiche e le relazioni che esistono fra di esse, in particolare con le vendite, come, ad esempio, i giorni dilazione clienti e l'incidenza dei costi variabili sulle vendite;
- individuare le cause degli andamenti passati (razionale economico);
- proiettare nel futuro tali andamenti, opportunamente corretti alla luce dell'evoluzione del contesto competitivo e delle scelte strategiche dell'impresa.

L'analisi di bilancio si configura, a sua volta, come un processo articolato in fasi, basato sull'impiego di specifici strumenti. **E' sulle fasi e gli strumenti dell'analisi di bilancio che si concentra l'attenzione del Corso**. Gli argomenti trattati sono suddivisi in **tre parti** principali:

- la **riclassificazione dei bilanci**. I valori contabili contenuti nei bilanci ufficiali di esercizio vengono opportunamente organizzati in relazione alle aree di gestione oggetto di esame. L'attenzione si concentra, dunque, sulle logiche e i modelli secondo i quali compiere tale operazione preliminare;
- la redazione del **rendiconto finanziario** attraverso il quale si ricostruiscono i flussi monetari della gestione, attualizzando i quali è possibile ottenere una stima del valore fondamentale;
- gli **indicatori di bilancio**. Le grandezze ottenute attraverso la riclassificazione devono essere investigate, così da far emergere compiutamente le condizioni economiche e finanziarie dell'azienda sottoposta ad analisi. A questo fine occorre costruire un complesso di indicatori che consenta di cogliere i fattori e le condizioni che concorrono a determinare i flussi monetari prodotti dall'impresa e i livelli di rischio che gravano su di essi.

L'**obiettivo didattico** perseguito è duplice:

- collocare l'analisi di bilancio in un quadro più ampio, finalizzato a determinare il valore economico di un'impresa;
- imparare a:
  - raccogliere le informazioni necessarie per l'analisi di bilancio;
  - utilizzare gli strumenti tecnico-contabili per condurre l'analisi;
  - comprendere limiti e difficoltà del lavoro di analisi.

Tutti gli strumenti tecnico-contabili e le fonti informative proposte muovono dalla prospettiva dell'analista esterno. Essi, tuttavia, possono trovare agevole applicazione anche nell'ambito dei sistemi interni di controllo di gestione.

## 2. LA PREPARAZIONE DI INGRESSO

Il Corso si colloca idealmente *a valle* di alcuni insegnamenti di area contabile e finanziaria (Contabilità e bilancio, Finanza aziendale) e *a monte* di altri (Valutazioni d'azienda, Strategia e valore d'impresa), sempre riferibili all'ambito economico-aziendale.

In ogni caso, la preparazione indispensabile per frequentare con profitto il Corso presuppone **buone conoscenze di contabilità**, con riferimento a:

- la struttura dei documenti che formano il bilancio;
- i criteri di valutazione delle principali poste in essi contenute.

È preferibile conoscere, almeno nelle loro linee generali, i *principi contabili internazionali* (IAS/IFRS).

Inoltre, i numerosi calcoli richiesti per analizzare un bilancio sono grandemente facilitati dall'impiego di un **foglio elettronico**. A questo fine, è opportuno possedere una conoscenza di base di **Excel**. Al termine del Corso, lo studente avrà appreso l'impiego di uno **specifico software per l'analisi di bilancio**, che verrà impiegato anche per lo svolgimento della prova di esame.

Per verificare la propria preparazione d'ingresso, si consiglia di utilizzare l'**autovalutativo** «Misura quello che sai», scaricabile dal sito del Corso.

### 3. IL METODO DI LAVORO

Gli argomenti del Corso sono affrontati alla luce di teorie e tecniche ampiamente condivise a livello internazionale.

L'**analisi teorica** è condotta cercando sempre di cogliere le implicazioni pratiche degli argomenti trattati, attraverso il costante riferimento alla realtà e a esempi tratti dai mercati finanziari. A questo fine, lo studente è invitato anche alla lettura di articoli tratti da quotidiani economici.

I concetti teorici sono applicati, ogni settimana, a un **caso aziendale**, allo scopo di comprenderne pienamente il significato, acquisirne padronanza nell'impiego e verificare il raggiungimento degli obiettivi formativi prefissati.

In generale, il Corso presuppone una partecipazione attiva dello studente, il quale è chiamato a preparare la sua partecipazione al lavoro d'aula attraverso lo studio preliminare dei principali materiali didattici indicati nel *Syllabus*, per ciascun argomento.

### 4. LEZIONI ED ESERCITAZIONI

Il lavoro d'aula è organizzato in lezioni ed esercitazioni.

Le **lezioni** hanno l'obiettivo di introdurre i concetti teorici e gli strumenti tipici dell'analisi di bilancio, richiamando l'attenzione sulle problematiche di maggior complessità.

Le **esercitazioni**, invece, sono finalizzate alla parte applicativa. Concetti e strumenti presentati nelle lezioni saranno messi in pratica analizzando i bilanci di **Dicart S.p.A.**, azienda toscana operante nel settore degli accessori per pelletteria. La partecipazione alle esercitazioni presuppone che lo studente abbia lavorato sugli argomenti presentati nelle lezioni, applicandoli al caso di studio. A questo fine, il calendario delle esercitazioni è sfalsato di alcuni giorni rispetto a quello delle lezioni, così da consentire di assimilare i concetti e gli strumenti proposti in queste ultime. La newsletter settimanale (vedi *infra*) segnalerà agli studenti su cosa concentrare la loro attenzione e quali applicazioni preparare per l'esercitazione.

Le esercitazioni si svolgono con l'ausilio di un **software web-application**. Tale software, denominato **Arbor**, è accessibile agli studenti presso il seguente sito: [http://arbor.disia.unifi.it/site/ita\\_13/accedi\\_come\\_studente\\_unifi.html](http://arbor.disia.unifi.it/site/ita_13/accedi_come_studente_unifi.html). La registrazione e il riconoscimento del «profilo studente» avviene in automatico, usando le credenziali dei servizi on-line dell'Università.

Il calendario delle lezioni ed esercitazioni, il contenuto specifico di ciascuna di esse e i materiali didattici relativi sono dettagliati nell'**allegato A**. In ogni caso, il lavoro d'aula, sia per le lezioni, che per le esercitazioni, non sostituisce lo studio individuale condotto sui materiali didattici indicati in tale allegato.

## 5. I DOCENTI

Il Corso è frutto del lavoro comune di due docenti: **Francesco Giunta** e **Francesco Dainelli**. Il *curriculum vitae* di entrambi può essere visionato collegandosi al sito [www.fargroup.eu](http://www.fargroup.eu), area: *membri*.

I docenti sono contattabili via *e-mail* ai seguenti indirizzi:

- [francesco.giunta@unifi.it](mailto:francesco.giunta@unifi.it);
- [francesco.dainelli@unifi.it](mailto:francesco.dainelli@unifi.it).

È, inoltre, possibile incontrare direttamente i docenti, fuori dall'orario di lezione, nei seguenti giorni:

- F. Giunta, martedì dalle ore 16.00 alle ore 18.00, edificio D6, terzo piano, stanza 3.01;
- F. Dainelli, lunedì dalle ore 14.00 alle ore 16.00, edificio D6, terzo piano, stanza 3.68.

## 6. MATERIALI DIDATTICI

Per la preparazione dell'esame, lo studente ha a disposizione materiali didattici preparati dai docenti. I materiali, collegati alle singole lezioni del Corso, sono formati da:

- **manuale**;
- **copia delle presentazioni** utilizzate nelle lezioni;
- **casi di studio** ed **esercizi**;
- **esempi** e altri materiali esemplificativi;
- **software «Arbor»**;
- **documenti** ufficiali e normativa;
- **video**, letture e ritagli stampa.

Larga parte di questi materiali sarà disponibile nella sezione "*Lezioni del Corso*" e in quella "*Materiale del Corso*" presenti sul sito del Corso.

Il manuale di riferimento è il seguente:

**F. Giunta – M. Pisani, L'analisi di bilancio, Milano, Apogeo, 2016**

Il manuale ha un respiro professionale e si propone quale strumento di consultazione, da utilizzare anche di là delle finalità didattiche del Corso. I capitoli e i paragrafi sui quali basare la preparazione sono indicati, con riferimento alle singole lezioni, nell'allegato A.

## 7. IL SITO DEL CORSO

Il Corso fa riferimento a un *sito* a esso specificamente dedicato: [www.analisedibilancio.it](http://www.analisedibilancio.it). Il sito del Corso è parte di un più vasto progetto didattico e di ricerca che fa capo al sito: [www.fargroup.eu](http://www.fargroup.eu).

Il sito offre numerosi servizi, fra i quali:

- **calendario delle lezioni**;
- **materiali didattici**;
- **newsletter** che, oltre a rendere disponibili i materiali didattici, informa, di settimana in settimana, sul programma di studio e offre suggerimenti per orientare la preparazione.

Per usufruire dei servizi del sito, occorre registrarsi. La registrazione e il riconoscimento del «profilo studente» avviene in automatico, usando le credenziali dei servizi online dell'Università.

## 8. LA PROVA D'ESAME

Il livello di preparazione raggiunto dagli studenti è valutato attraverso una prova di esame individuale. Gli studenti, inoltre, possono redigere un rapporto di analisi relativo a una società. In questo caso, la valutazione complessiva terrà conto di entrambe le prove, nella seguente misura:

- prova individuale 60%;
- rapporto di analisi 40%.

In ogni caso, per il superamento dell'esame, è necessario ottenere una valutazione di sufficienza sia nella prova individuale, che nel rapporto di analisi.

La valutazione della partecipazione alle attività didattiche opera esclusivamente in favore dello studente: una partecipazione attiva e costruttiva può fruttare fino a tre punti che si vengono ad aggiungere al punteggio medio finale delle due prove menzionate.

### Prova individuale

Consiste in una **prova scritta** nella quale lo studente conduce l'analisi di un caso reale. In particolare, si tratta di riclassificare i documenti di bilancio (due annualità), redigere il rendiconto finanziario, costruire gli indicatori che si ritengono più importanti per le criticità del caso, commentando, infine, il quadro economico-finanziario che emerge dal calcolo degli indicatori.

Per gli studenti che presentano il rapporto di analisi, la prova si svolge mediante l'aiuto del **software Arbor**, il cui utilizzo verrà gradualmente presentato e impiegato durante le esercitazioni. Il software disponibile in sede di esame svolge parte del lavoro di calcolo propedeutico all'analisi dell'impresa oggetto di indagine; in particolare, una volta impostata la riclassificazione, restituisce i prospetti riclassificati, redige il rendiconto finanziario e calcola una nutrita serie di indicatori. L'attenzione dello studente si può, così, concentrare e sull'interpretazione dei risultati, piuttosto che sui calcoli.

Per inquadrare il bilancio dell'impresa oggetto di esame nel più ampio contesto competitivo del quale essa fa parte e consentire confronti con i valori medi di settore, con una settimana di preavviso, verrà comunicato, attraverso la newsletter, il settore di attivi-

tà nel quale l'impresa opera. Lo studente potrà, così, raccogliere le informazioni per orientare l'analisi dei dati contabili, attingendo alle fonti indicate durante il Corso. Una traccia di tali informazioni potrà essere utilizzata durante la prova di esame.

In allegato a questo documento (**allegato B**), si trova una descrizione dettagliata della struttura della prova di esame, delle modalità di svolgimento e dei criteri adottati per la sua valutazione.

Nella sezione "*Materiale del corso*" del sito, si trovano, infine, alcuni **esempi di prove di esame**.

Per gli studenti che non presentano un rapporto di analisi, la valutazione si basa su una **prova scritta** analoga a quella descritta in precedenza. In questo caso, però, non viene impiegato il software *Arbor*, ma un semplice foglio Excel, oltre a un foglio word per il commento.

Anche in questo caso, con una settimana di preavviso, verrà comunicato il settore di attività nel quale l'impresa opera e lo studente potrà affrontare la prova munito di una traccia delle principali informazioni per delineare il contesto competitivo nel quale opera l'impresa da analizzare.

In allegato a questo documento (**allegato B**), si trova una descrizione dettagliata della struttura della prova di esame, delle modalità di svolgimento e dei criteri adottati per la sua valutazione.

### **Rapporto di analisi**

Gli studenti, organizzati in gruppi di massimo 4 persone, scelgono un'impresa fra quelle indicate in una lista che può essere scarica dal sito del Corso. La stessa azienda non può essere esaminata da più di due gruppi. In ogni caso, a lavori chiaramente replicativi verrà attribuita una valutazione insufficiente.

**Entro la fine della seconda settimana dall'inizio del Corso, devono essere formati i gruppi e deve essere segnalata l'azienda prescelta.** Non si accettano gruppi formati tardivamente. Non si accettano, inoltre, lavori di analisi individuali che non siano stati comunicati entro la scadenza suindicata.

Avvalendosi del software *Arbor*, ogni gruppo analizza la propria impresa, redigendo un rapporto che illustra i principali aspetti della gestione sui quali si sono concentrate le lezioni e le esercitazioni. I contenuti del rapporto, la sua struttura e i criteri adottati per la sua valutazione sono indicati nell'**allegato C**.

**Il rapporto completo dovrà essere consegnato entro il 12 giugno 2017.** Non si accettano rapporti di analisi presentati in ritardo. **La consegna deve avvenire sia in forma cartacea, che elettronica.**

### **Partecipazione alle attività didattiche**

Gli studenti sono invitati a partecipare attivamente alle lezioni, ma soprattutto alle esercitazioni. Analizzando un caso reale, queste ultime discutono e mettono in pratica i vari concetti e strumenti presentati a lezione. **La partecipazione alle attività didattiche è oggetto di valutazione** e opera esclusivamente in favore dello studente: una partecipazione attiva e costruttiva può fruttare fino a tre punti che si vengono ad aggiungere al

punteggio medio finale delle due prove menzionate o del solo esame individuale, nel caso in cui lo studente non intenda preparare un rapporto di analisi.

Gli studenti, singolarmente od organizzati nei gruppi in precedenza richiamati, dovranno preparare i temi affrontati in ogni esercitazione, seguendo le indicazioni che riceveranno settimanalmente mediante la newsletter del Corso.

Ogni studente o gruppo dovrà essere pronto a intervenire, presentando il lavoro svolto e offrendo, alla discussione generale, il proprio punto di vista.

E' bene tener presente che l'analisi di bilancio non è una equazione matematica con una soluzione corretta predefinita. Pertanto, non è l'esattezza delle argomentazioni o dei calcoli che verrà apprezzata, quanto la capacità di offrire punti di vista sensati che aiutino a far progredire l'apprendimento individuale e di tutta la classe.

### La votazione

La valutazione attribuita ai singoli studenti è ispirata al principio di valorizzare l'eccellenza ed esprimere le differenze di preparazione e padronanza dei temi trattati nel Corso. In questa prospettiva, la scala di valutazione adottata per l'attribuzione dei voti è ampia. Ancorché ogni qualificazione risulti sempre soggettiva, si propone, a scopo orientativo, la seguente chiave interpretativa dei voti:

- 18, conoscenza e padronanza **limitate**, ma **sufficienti**, dei principali strumenti di analisi
- 19-21, conoscenza e padronanza **accettabili**
- 22-24, conoscenza e padronanza **discrete**
- 25-27, conoscenza e padronanza **buone**
- 28-29, conoscenza e padronanza **molto buone**
- 30, conoscenza e padronanza **eccellenti**

La valutazione tiene conto anche della efficacia e correttezza espositiva, dell'ordine nella presentazione degli elaborati, della capacità di sintesi.

Sempre nella prospettiva della valutazione finale:

- non è possibile modificare una valutazione insufficiente, o comunque giudicata inadeguata dallo studente, mediante prove aggiuntive (lavori individuali, colloquio orale o altro). Occorre sostenere nuovamente l'esame. Nel qual caso, la valutazione del lavoro di gruppo eventualmente svolto resta valida per un intero anno accademico;
- dopo la comunicazione dell'esito dell'esame e prima della verbalizzazione *on line*, verrà indicata una data nella quale lo studente potrà visionare la sua prova di esame (o le sue prove, in caso di presentazione di un rapporto di analisi). **Non è possibile visionare la prova in date diverse.**

### Le date degli appelli di esame

Le date nelle quali si terranno le prove scritte sono le seguenti:

- 19 giugno 2017, ore 9,00, aule D15/102-D15/204 e D15/306;
- 11 luglio 2017, ore 9,00, aule D15/102-D15/204 e D15/306;
- 5 settembre 2017, ore 9,00, aule D15/102-D15/204 e D15/306;
- 19 dicembre 2017, ore 15,00, aule D15/102-D15/204 e D15/306.



## 9. LA QUALITÀ DEL CORSO

Il corso vuole rappresentare un'importante occasione formativa per gli studenti che lo seguono. Una partecipazione attiva degli studenti e la piena soddisfazione delle loro aspettative sono condizioni essenziali per raggiungere questo risultato. Ogni studente, dunque, è invitato a segnalare, nelle forme che riterrà più opportune, interessi conoscitivi specifici e aspetti del Corso che ritiene meritevoli di approfondimento o di miglioramento.

Proprio ai fini di un costante miglioramento della sua qualità, il Corso è stato oggetto di **monitoraggio esterno e assolutamente indipendente**, condotto da professionisti della valutazione della formazione facenti parte di AIF, **Associazione Italiana Formatori**. Dal sito del Corso si può scaricare l'ultimo rapporto di valutazione che è stato redatto.

### *Allegato A*

#### SYLLABUS DELLE LEZIONI

##### 1. MAPPA DEL CORSO

##### 2. SYLLABUS DELLE LEZIONI ED ESERCITAZIONI

##### 1. MAPPA DEL CORSO

Alla luce del quadro delineato nel paragrafo «Oggetto e obiettivi», il Corso intende presentare logiche, criteri, strumenti e informazioni attraverso i quali analizzare i dati dei bilanci ufficiali delle imprese. L'analisi di bilancio è condotta nella prospettiva dell'analisi fondamentale. L'individuazione delle condizioni di equilibrio economico e finanziario della gestione è, cioè, strumentale alla formulazione di previsioni e alla determinazione del valore economico dell'impresa. Il corso, tuttavia, non approfondisce le fasi di analisi del contesto competitivo e delle strategie aziendali e non affronta quella di formulazione delle ipotesi e costruzione dei bilanci preventivi. Per meglio comprendere i rapporti fra analisi di bilancio e analisi fondamentale, si consiglia la lettura del **Capitolo 1** del Manuale.

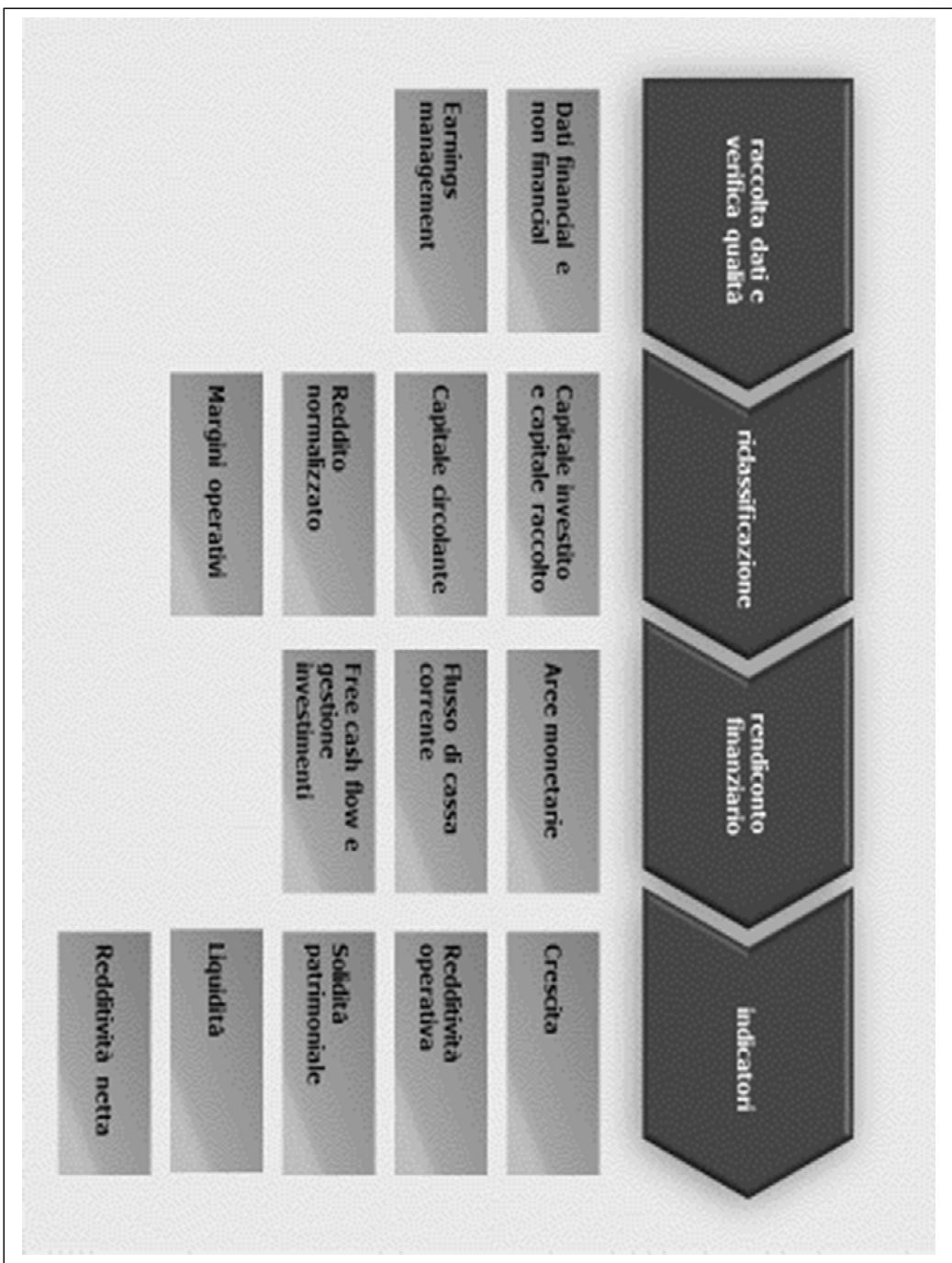
Atteso che l'analisi di bilancio si configura come un processo articolato in quattro fasi, le lezioni e le esercitazioni del Corso sono organizzate intorno alle principali tematiche riconducibili a tali fasi, delineando una ideale *“mappa del Corso”* articolata in quattro momenti (vedi tabella 1):

- raccolta delle **informazioni** e valutazione della **qualità dei dati contabili**;
- **riclassificazione** dei prospetti di Stato Patrimoniale e Conto Economico;
- costruzione del **Rendiconto Finanziario**;
- selezione, calcolo e interpretazione di specifici **indicatori**.

L'esame di queste quattro fasi è preceduto dalla presentazione di due temi prope-  
deutici all'analisi vera e propria:

- un modello di rappresentazione del funzionamento dell'impresa;
- alcuni criteri e strumenti per comparare i dati di bilancio.

Tabella 1 - La mappa del Corso



## 2. SYLLABUS DELLE LEZIONI ED ESERCITAZIONI

Seguendo il calendario del Corso, oggetto e obiettivi di ogni lezione ed esercitazione, nonché i materiali di studio utili per approfondire gli argomenti in esse trattati, sono di seguito descritti.

### A) LEZIONI

#### Lezione n. 1: *Facciamo come Harry*

- *Argomento*

I valori contabili, così come presentati nel bilancio pubblico, non sono immediatamente utilizzabili: devono essere riclassificati.

Riclassificare significa riaccorpere e organizzare i dati contabili in modo da trasformare i due documenti chiave del bilancio (Stato Patrimoniale e Conto Economico) in prospetti che possano “parlare” fra loro, atteso che i vari documenti contabili del bilancio altro non sono che rappresentazioni, da angolature diverse, di una stessa realtà: l’impresa. Prima di ogni riclassificazione, dunque, occorre definire un modello per rappresentare e interpretare la logica di funzionamento dell’impresa e i risultati conseguentemente ottenuti. Il modello presentato è basato sull’idea dell’impresa quale cerniera fra *aree di affari* e *mercato finanziario*. Da qui, una lettura delle dinamiche di gestione, e del loro concorso alla formazione del valore fondamentale, in termini *operativi* e *finanziari*.

Questo modello costituisce la chiave per tutte le fasi successive dell’analisi: riclassificazione, prima, costruzione degli indicatori, poi. Guardando a questi ultimi, è agevole comprendere che un’analisi basata solo su valori assoluti ha notevoli limiti, in quanto rende difficile la comparazione nel tempo e soprattutto nello spazio, specie quando l’ordine di grandezza delle imprese esaminate è diverso. Sapere che il *reddito netto* ammonta a 1 milione di Euro dice poco; ben più interessante è sapere che tale reddito è pari al 10% del capitale di rischio investito nell’impresa, con ciò segnalando il tasso di remunerazione offerto agli azionisti. Per questo, i dati contenuti nei prospetti riclassificati devono essere rielaborati, costruendo rapporti, ossia misure relative.

Il fatto è che di rapporti se ne possono costruire a centinaia e, così facendo, si è sicuri di ottenere un risultato: *“perdere la strada per tornare a casa”*. Poiché le varie componenti dell’impresa sono tra loro strettamente correlate, quello che si deve costruire è, piuttosto, un sistema di indicatori. Il modello rappresentativo del funzionamento dell’impresa adottato per la riclassificazione porta, allora, a concentrare l’attenzione su aspetti diversi dell’equilibrio aziendale, fra loro interrelati: crescita, redditività operativa, solidità patrimoniale, liquidità e redditività netta. Nella prospettiva del valore fondamentale, un tale sistema di indicatori consente di: individuare l’andamento delle determinanti (driver) dei flussi di cassa; percepire i livelli di rischio insiti nella gestione.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 6

## Lezione n. 2: L'erba del vicino è sempre più verde

- *Argomento*

Gli indicatori che emergono dall'analisi di bilancio devono essere adeguatamente interpretati. A tal fine è necessario che l'analista possieda opportuni termini di confronto rispetto ai quali comparare tali indicatori. È necessario, allora, mettere a punto un adeguato sistema di comparazioni che guardi sia alla dimensione temporale (*time series analysis*) che a quella spaziale (*cross sectional analysis*) della gestione.

Qualsiasi confronto, tuttavia, richiede preliminarmente la verifica della comparabilità dei dati, considerando la loro affidabilità, completezza e omogeneità. Da qui, alcune analisi preliminari, i cui esiti possono portare a compiere interventi correttivi anche significativi sui dati di bilancio.

Una volta garantita la comparabilità della base dei dati, l'attenzione si concentra sulle principali tecniche di analisi temporale delle serie storiche di dati di bilancio, esaminandone il ruolo ai fini della valutazione dei livelli di efficienza operativa dell'impresa e di diagnosi strategica. Nello specifico, le tecniche di analisi faranno riferimento a numeri indice e tassi annui medi di variazione.

Mentre l'analisi delle serie storiche ci permette di valutare la capacità dell'impresa di garantire buone prestazioni nel tempo, con l'analisi interaziendale i risultati di bilancio sono messi a confronto con quelli di altre imprese, per capire se i livelli di efficienza operativa e le scelte strategiche del management sono state in grado di garantire la competitività dell'impresa.

In base alla scelta delle imprese rispetto alle quali operare il confronto, si realizzano diversi tipi di analisi. Il primo tipo di confronto che esamineremo è quello intersettoriale, ovvero con le imprese del settore in cui l'impresa opera, o più spesso, con il raggruppamento strategico a cui l'impresa appartiene. Gli strumenti principali per operare questo tipo di confronto sono indici di posizione, accompagnate da opportune misure di dispersione. In merito alla scelta degli indici di posizione, rifletteremo sull'importanza della scelta di diverse alternative (media aritmetica, media geometrica, mediana), valutandone le conseguenze in termini di interpretazione dei risultati.

A fianco delle comparazioni con altri aggregati, prenderemo in considerazione anche le opportunità legate al confronto con singole imprese, siano queste concorrenti dirette, leader di settore o imprese a elevate prestazioni. Per questo tipo di valutazioni, introdurremo come strumento di analisi il bilancio *in common size*, che permette di superare i limiti derivanti dalla diversa dimensione delle aziende messe a confronto.

- *Materiali didattici:*  
Manuale: Capitolo 7

## Lezione n.3: Dal lag al lead

- *Argomento*

Dall'ampiezza e qualità delle informazioni disponibili dipende in larga misura il risultato dell'analisi di bilancio. Il tema affrontato è pertanto quello della raccolta del materiale necessario interpretare i dati contabili secondo la prospettiva dell'analisi fondamentale.

In questo senso, la base informativa è costituita da dati e informazioni di duplice natura: contabile (*financial*) e extra-contabile (*non-financial*).

Di queste informazioni verrà offerto un quadro generale, individuando: i documenti nei quali l'informazione viene presentata; il contenuto e le caratteristiche di tali documenti e il loro grado di affidabilità; le fonti alle quali attingere per reperire le diverse tipologie di informazione. Le informazioni di natura contabile sono esaminate dando per nota la conoscenza dei principi e delle norme che disciplinano la redazione del bilancio di esercizio.

- *Materiali didattici*  
Manuale: Capitolo 2

#### **Lezione n. 4: 'Cca nisciuno è fess!**

- *Argomento*

Una volta raccolte, le informazioni devono essere valutate, giudicando la loro qualità. La valutazione riguarda, in primo luogo, i dati di bilancio. È, infatti, evidente che i risultati dell'analisi dipendono strettamente proprio dalla qualità del sistema contabile dal quale i bilanci sono prodotti. A tal fine, la lezione richiama l'attenzione, anzitutto, sugli effetti delle diverse *politiche contabili* perseguibili dagli amministratori. Si passa, poi, a esaminare le possibili azioni di aggiustamento dei risultati contabili (*earnings management*). Con riferimento a queste ultime, si segnalano le condizioni che rendono più probabili manovre di *earnings management* e i diagnostici frequentemente usati nella pratica per cogliere la presenza di tali manovre.

- *Materiali didattici*  
Manuale: Capitolo 5

#### **Lezione n. 5: Da chi li ho presi? Dove li ho messi?**

- *Argomento*

Applicando allo Stato Patrimoniale la logica di analisi presentata nella lezione 3, si individuano due "zone" di valori: i valori espressi dalle attività e passività operative, ossia riconducibili agli scambi fra l'impresa e le aree di affari nelle quali essa opera; i valori delle attività e passività finanziarie, ossia derivanti dagli scambi fra l'impresa e il mercato finanziario.

La rappresentazione patrimoniale così ottenuta, di solito definita di "a capitale investito e capitale raccolto", presuppone la costruzione di ben definiti "margini", ossia aggregati di valori contabili riferibili allo stesso ambito della gestione. Attraverso il calcolo dei margini è possibile misurare: l'ammontare e la composizione del fabbisogno finanziario che l'impresa deve fronteggiare e la redditività delle diverse aree della gestione.

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 8, paragrafi 8.1-8.3
  - Documenti: CONSOB, *Comunicazione n. DEM/6064293 del 28-7-2006* (e documenti CESR collegati); IRDCEC, Documento n. 22 - L'iscrizione degli indicatori nella

relazione sulla gestione La posizione finanziaria netta, ottobre 2013  
(<http://www.irdcec.it/node/617>)

### Lezione n. 6: La giostra dei quattrini

- *Argomento*

Fra i margini costruiti attraverso la riclassificazione dello Stato Patrimoniale, il capitale circolante netto commerciale (CCNc) è, per certi aspetti, il più significativo. Esso si ricollega al ciclo operativo, ossia alle quotidiane attività di acquisto dei fattori di consumo, loro trasformazione attraverso l'impiego della struttura produttiva, vendita dei prodotti ottenuti. La lezione illustra il ruolo del CCNc nell'economia dell'impresa e i fattori che concorrono a determinarne l'ammontare e la dinamica, sottolineando la sua influenza sulla formazione dei flussi di cassa e, dunque, sul valore fondamentale.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 8, paragrafo 8.4

### Lezione n. 7: Una rondine non fa primavera

- *Argomento*

Oltre all'identificazione dei fabbisogni finanziari, lo Stato Patrimoniale riclassificato consente di determinare aggregati utili per calcolare la redditività del capitale raccolto, prima, e la remunerazione di quello investito, poi. In questa prospettiva, si affronta la riclassificazione del Conto Economico.

La lezione propone un primo intervento sul Conto Economico, che ha come obiettivo la *normalizzazione* dei valori in esso contenuti. Si tratta, in sostanza, di sottrarre alla *casualità* alcuni costi e ricavi, riportandoli a una relazione di *causalità* sia con l'attività abitualmente svolta dall'impresa, sia con il periodo amministrativo di riferimento. In particolare, occorre evidenziare e isolare i componenti reddituali che nascono da operazioni non ripetibili nel tempo, da quelli che abitualmente si ripetono. Questi ultimi partecipano alla formazione del *reddito corrente* o *normalizzato*. Il reddito corrente è quello sul quale basare la valutazione delle prestazioni dell'impresa e la loro proiezione nel futuro, come richiesto dall'analisi fondamentale. La normalizzazione del reddito chiama in causa i concetti di proventi e oneri anomali, riconducibili a eventi straordinari, *discontinued operations*, ristrutturazioni.

- *Materiali didattici*

- Manuale: Capitolo 9, paragrafi 9.1-9.2
- Documenti: IASB - IFRS 5

### Lezione n. 8: Anche Tony Soprano lo sa

- *Argomento*

Dopo aver proceduto alla normalizzazione, che consente di identificare la "forza reddituale" effettiva dell'impresa, occorre segmentare il risultato corrente con la stessa chiave di lettura usata per lo Stato Patrimoniale. La lezione si propone, appunto, l'obiettivo di identificare i risultati economici parziali che concorrono a formare il reddito corrente: il



reddito operativo e il reddito derivante dalla gestione finanziaria. Sulla base di questa suddivisione, diventa, allora, possibile cogliere le relazioni che legano i valori reddituali a quelli patrimoniali, evidenziando precise relazioni fra i prospetti riclassificati del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale.

In questo quadro, l'importanza del risultato operativo è di tutta evidenza. Sulla base di tale reddito, infatti, l'impresa vive e fa fronte ai vari impegni finanziari, remunerando la compagine sociale. Data questa importanza, occorre dettagliarne le componenti. La lezione ha questo obiettivo.

La riclassificazione del reddito operativo può seguire strade diverse, in relazione al criterio impiegato per analizzare i costi. La praticabilità delle diverse strade dipende da come viene costruito e presentato il documento di Conto Economico nel bilancio di esercizio.

In ogni caso, quale che sia la strada prescelta, il margine chiave della riclassificazione è rappresentato dall'EBITDA. Questo risultato esprime la capacità potenziale dell'impresa di generare flussi di cassa. Esso, dunque, è al centro della comunicazione fra imprese e mercati finanziari. Spesso, però, in Italia, l'EBITDA è assimilato al margine operativo lordo (MOL). Fra i due valori esistono, tuttavia, differenze, delle quali tener conto se non si vogliono commettere errori al momento di impiegare queste grandezze nella determinazione dei flussi di cassa.

- *Materiali didattici*  
Manuale: Capitolo 9, paragrafi 9.3-9.4

### **Lezione n. 9: L'utile è un'opinione, la cassa un fatto**

- *Argomento*

L'analisi del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale non consentono di chiarire un aspetto fondamentale dell'equilibrio aziendale, quello dei movimenti delle risorse monetarie. La centralità dell'informazione sui flussi monetari prodotti dalla gestione è confermata dall'autorevole IASB, che nel suo Framework, al paragrafo 25, afferma: *“Le decisioni economiche prese dagli utilizzatori del bilancio richiedono una valutazione della capacità dell'impresa di generare flussi finanziari e del tempo e della certezza di tali flussi. Da questa capacità dipende la possibilità per l'impresa di pagare i suoi dipendenti e fornitori, sostenere gli interessi sui prestiti, rimborsare i debiti e distribuire dividendi”*.

Assumendo questa prospettiva, dunque, si entra nella terza fase del processo di analisi di bilancio. L'obiettivo della lezione è di delineare i caratteri generali di un modello di rendiconto che metta in luce i principali flussi monetari in entrata e in uscita derivanti dalla gestione. La logica di costruzione del prospetto in parola non può differire da quella usata per gli altri prospetti di bilancio. Si tratta, dunque, di ricondurre i flussi monetari alle varie aree nelle quali si articola la gestione aziendale.

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 10, paragrafi 10.1-10.2
  - Documenti: IASB – IAS 7

### Lezione n. 10: La madre di tutti i flussi di cassa

- *Argomento*

Anche nella prospettiva finanziaria, l'area di gestione più importante dalla quale prendere le mosse per la costruzione del rendiconto monetario è quella operativa. Il punto di partenza del rendiconto monetario è, dunque, la quantificazione del flusso di cassa del ciclo operativo. All'atto pratico si possono percorrere due vie: diretta e indiretta. La prima, consigliata dallo IASB nello IAS 7, prevede di individuare direttamente uscite e entrate correnti. La seconda segue un percorso in apparenza più tortuoso ma, alla fine, più agevole se si parte dallo Stato Patrimoniale e dal Conto Economico riclassificati per aree di gestione. Il procedimento indiretto, inoltre, consente di mettere in luce le principali determinanti gestionali (*driver*) della liquidità corrente. Non meraviglia, allora, che nelle imprese e nella pratica professionale questo metodo trovi più largo impiego.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 10, paragrafo 10.3

### Lezione n. 11: Quando la cassa è libera

- *Argomento*

Dopo aver affrontato la ricostruzione dei flussi del ciclo operativo, l'attenzione si sposta sulla dimensione strutturale della gestione operativa. Centrale, in questa prospettiva, è la determinazione del cosiddetto *capex*. Si tratta del saldo fra uscite di cassa derivanti da processi di investimento ed entrate che fanno seguito a disinvestimenti di immobilizzazioni materiali e immateriali. Tuttavia, il calcolo del *capex* non può essere basato sul mero confronto fra dati patrimoniali di fine e inizio periodo delle immobilizzazioni. Questi, infatti, sono influenzati da vari fattori contabili come gli ammortamenti, le rivalutazioni, le svalutazioni; operazioni, queste, che modificano i saldi delle immobilizzazioni, senza però produrre effetti monetari. Occorre, dunque, introdurre nel calcolo una serie di rettifiche che chiamano in causa alcuni tipici temi di contabilità, quali: gli ammortamenti, le svalutazioni, le rivalutazioni, le plusvalenze e minusvalenze da alienazione, gli eventuali apporti da parte di soci, le operazioni di leasing.

Il calcolo del *capex* permette di determinare il *free cash flow*, una grandezza chiave ai fini del valore fondamentale dell'impresa, come testimoniano, ancora una volta, i rapporti degli analisti e i *road show* tenuti dalle imprese sulle varie piazze finanziarie internazionali.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 10, paragrafo 10.4

### Lezione n. 12: Crescere o morire

- *Argomento*

La cornice interpretativa dei risultati reddituali, patrimoniali e finanziari della gestione è costituita dai livelli di crescita dell'impresa. Anzitutto, si definiscono i profili di crescita dell'impresa oggetto di osservazione e si presentano le principali grandezze contabili la cui variazione esprime tali profili. Si tratta, in sostanza, di trovare alcune chiavi interpreta-



tive dei risultati offerti dall'impiego degli strumenti di misura precedentemente esaminati, mostrando come i processi di crescita influenzino fatturato, margini e investimenti; quindi, sia la dimensione reddituale, sia quella finanziaria della gestione. Ciò spiega perché l'analisi dei livelli di crescita deve precedere quella di ogni altro aspetto, in quanto ogni giudizio passato, ma soprattutto prospettico, su redditività e solvibilità deve tener conto dalla fase di sviluppo nella quale l'impresa si trova e plausibilmente si verrà a trovare.

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 11
  - Letture: Smit S. – Thompson C.M., Viguierie P., The do-or-die struggle for growth, in: *The McKinsey Quarterly*, 3, 2005

### **Lezione n. 13: Un parterre de ROI**

- *Argomento*

La crescita interessa, in primo luogo, la gestione operativa. È su questo ambito di gestione, allora, che si concentra la lezione, la quale pone le basi per la costruzione di uno specifico sottosistema di indicatori che ruota intorno a un indice di sintesi: il R.O.I. operativo (Return On Investments). L'importanza dell'indicatore è testimoniata anche dalle diverse denominazioni che esso può assumere, denominazioni alle quali, talvolta, corrispondono differenti modalità di calcolo. Talune di queste modalità di calcolo nascono dall'intento di rendere maggiormente coerente il confronto fra il rendimento degli investimenti operativi e il costo medio ponderato dei capitali raccolti sul mercato finanziario per alimentare quegli investimenti (WACC); nella prospettiva della capacità dell'impresa di creare valore, tale confronto deve, infatti, essere positivo.

La logica sistemica, basata sulla ricerca delle determinanti del valore, porta, poi, a scomporre il R.O.I. secondo un modello noto e diffuso nell'analisi finanziaria, il modello DuPont, il quale guarda, da un lato, alla redditività delle vendite e, dall'altro, alla produttività del capitale.

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 12, paragrafi 12.1-12.2 (fino a 12.2.4)

### **Lezione n. 14: Falli girare!**

- *Argomento*

Dato il rilievo centrale assegnato alla redditività operativa, un'analisi che si limiti a individuare due macro-determinanti (redditività delle vendite e produttività del capitale) appare, comunque, troppo limitata. Da qui, lo sforzo di sottoporre ciascuna delle macro-determinanti a un più approfondito esame che conduca verso le cause ultime del valore aziendale.

La lezione conduce, dunque, un'esplorazione delle causali della produttività del capitale. Le direttrici da seguire sono diverse; fra queste, trova largo impiego quella che guarda ai due aggregati che formano il capitale investito: capitale fisso e capitale circolante. Vengono, allora, proposti alcuni indici per misurare il contributo alla produttività aziendale di queste due aree di investimento. In questo quadro, emerge, da un lato, il ruolo del

processo di ammortamento come convogliatore di innovazione nel patrimonio aziendale e, quindi, come precursore di produttività, dall'altro, si riafferma la centralità del CCNc nell'economia dell'impresa, in particolare, sotto forma di velocità di rotazione delle sue componenti principali.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 12, paragrafo 12.3

### **Lezione n. 15: Tutta una questione di costi**

- *Argomento*

La lezione è animata dallo stesso spirito della precedente, proponendosi come approfondimento delle determinanti della redditività delle vendite. In questa prospettiva, i costi operativi e i loro possibili criteri di analisi hanno un ruolo cruciale.

Seguendo una riclassificazione dei costi per natura, l'attenzione si concentra, dapprima, sul valore aggiunto, quale misura dell'efficacia e dell'efficienza dei processi aziendali. Proprio l'efficienza rappresenta la determinata chiave per il controllo dei costi e la difesa dei margini reddituali. Vengono pertanto proposti alcuni indicatori utili per misurare i livelli di produttività dei processi aziendali e i loro riflessi sui costi, ponendo particolare attenzione al fattore lavoro. L'analisi della produttività del lavoro, espressa attraverso la nota misura del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), chiama in causa la dotazione di capitale per addetto e la produttività di tale capitale. L'analisi dei margini sulle vendite si salda, così, con quella della produttività del capitale condotta nella lezione precedente.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 12, paragrafo 12.4

### **Lezione n. 16: Povero Paperino!**

- *Argomento*

Il rischio operativo è, comunque, solo una faccia della medaglia del rischio aziendale; l'altra è rappresentata dal rischio finanziario. A questo tema sono dedicati i successivi capitoli nei quali si affronta il tema della solvibilità. L'impresa, infatti, per poter operare, deve essere solvibile, ossia deve essere capace di far fronte agli impegni di pagamento assunti con i terzi. La solvibilità poggia su due condizioni. Una prima condizione è quella della liquidità, ossia la capacità di onorare gli impegni di pagamento alla loro scadenza. Tuttavia, essenziale è che l'impresa, anche qualora si dovesse trovare in temporanee difficoltà di cassa, sia capace di soddisfare complessivamente e definitivamente le ragioni dei creditori; si parla, allora, di solidità patrimoniale come seconda condizione della solvibilità.

Questa seconda condizione, proprio perché fa riferimento a una capacità estrema, si rivela cruciale. Essa, pertanto viene esaminata per prima. La lezione è, appunto, dedicata agli indicatori da impiegare per apprezzare la struttura patrimoniale e finanziaria e giudicare se e quando l'impresa risulti troppo indebitata, manifestando condizioni di rischio finanziario.

- *Materiali didattici*
- Manuale: Capitolo 13, paragrafi 13.1-13.2

### **Lezione n. 17: Articolo quinto: chi ha i soldi ha vinto**

- *Argomento*

Come in precedenza accennato, oltre che essere solida patrimonialmente, un'impresa deve essere in grado di onorare gli impegni di pagamento alla loro scadenza. Si parla, in proposito, di una seconda condizione di solvibilità, espressa dalla liquidità dell'impresa. Questa condizione è particolarmente apprezzata dai mercati finanziari; saperla analizzare approfonditamente è, quindi, cruciale. L'analisi della liquidità può essere condotta in modo statico, ragionando sugli stock patrimoniali a una certa data, oppure in modo dinamico, analizzando i flussi di cassa manifestatisi in un certo periodo di tempo.

L'analisi statica presenta vari punti deboli, dal momento che la liquidità è un fenomeno per sua natura dinamico. Da qui, un'analisi della liquidità basato sull'esame del rendiconto finanziario. L'analisi fa riferimento alle zone monetarie che è possibile individuare in un rendiconto: produzione, assorbimento, raccolta. Con l'analisi della produzione di moneta si valuta l'attitudine dell'impresa a generare flussi di cassa costanti nel tempo, attraverso il proprio ciclo operativo. L'analisi dell'assorbimento, invece, punta a individuare le cause dei principali esborsi monetari dell'impresa; questo, con l'obiettivo di capire se e in che misura i flussi operativi correnti sono in grado di far fronte a tali esborsi. Infine, qualora i flussi prodotti siano insufficienti per coprire integralmente le esigenze di pagamento e si sia reso necessario il ricorso alla raccolta di nuovo capitale, si dovrà valutare la correttezza e congruità di questa raccolta rispetto alle esigenze che essa è andata a soddisfare. Indici opportunamente costruiti consentono di mettere in evidenza i diversi aspetti richiamati

- *Materiali didattici*
- Manuale: Capitolo 13, paragrafi 13.3-13.5

### **Lezione n. 18: Non è tutto oro quel che luccica**

- *Argomento*

Il valore fondamentale dell'impresa trova la sua espressione di sintesi nella redditività netta; è questa, infatti, la logica dei modelli di valutazione *equity-side*. L'esame degli indici di bilancio si conclude, allora, con l'analisi di questo profilo di redditività. L'indice chiave sul quale fondare una tale analisi è il tasso di rendimento del capitale di rischio, comunemente indicato con l'acronimo R.O.E.

L'esame delle determinanti del R.O.E. porta a riflettere sul ben noto effetto di *leva finanziaria*, più propriamente definibile come *trading on equity*. Se, da un lato, il *trading on equity* suggerisce che, poste determinate condizioni, l'aumento dell'indebitamento fa crescere il R.O.E., dall'altro, rende evidente che la crescita del R.O.E. deve essere letta alla luce dei livelli di rischio della gestione e del correlato costo del capitale. In particolare, in seguito all'incremento del grado di indebitamento, si accentua il rischio finanziario dell'impresa e cresce il costo del capitale, sia di credito che di rischio; cosicché, alla fine, anche se il R.O.E. aumenta, il valore dell'impresa può addirittura diminuire.

Con l'analisi della redditività netta si chiude l'esame degli indici di bilancio. Guardando alle determinanti del R.O.E., infatti, queste sono di due ordini: reddituali e finanziarie. La redditività netta consente, così, di ricondurre a unità i diversi sotto-sistemi di indicatori in precedenza esaminati, compendiando il giudizio sulle condizioni di equilibrio reddituale e finanziario alla base del valore fondamentale dell'impresa.

- *Materiali didattici*  
Manuale: Capitolo 14

### **Lezione n. 19: Il gioco vale la candela?**

- *Argomento*

L'insieme delle informazioni raccolte nelle precedenti fasi dell'analisi di bilancio, debitamente interpretate aiutano a prevedere i futuri flussi di cassa dell'impresa. Esse, inoltre, consentono di apprezzare le condizioni di rischio che si riflettono sul costo del capitale al quale attualizzare i flussi di cassa per determinare il valore intrinseco dell'impresa.

Muovendosi nella prospettiva del rischio, accanto all'analisi dei costi classificati per natura, si segnala l'utilità di una chiave di analisi basata sul grado di variabilità. Seguendo questa strada, è possibile misurare gli effetti di una variazione delle vendite sul risultato operativo; effetti sintetizzati dal grado di leva operativa. Entra, così, in gioco la dimensione del rischio, inteso, appunto, come distribuzione di probabilità dei risultati rispetto a quello atteso. Considerando il rischio operativo, la lezione affronta l'altra variabile del valore: quella del costo del capitale secondo il quale attualizzare i flussi di cassa derivanti dalle condizioni di redditività.

Alla luce di un approccio *build up*, la lezione presenta come "iniettare" il rischio operativo, sintetizzato dal grado di leva operativa, nel premio per il rischio, attraverso una correzione del coefficiente *beta* stimato secondo le logiche del *Capital Asset Pricing Model*.

- *Materiali didattici*  
Manuale: Capitolo 12, paragrafo 12.5

### **Lezione n. 20: Debito mio quanto mi costi**

- *Argomento*

Una volta individuati gli indici che esprimono i livelli di rischio finanziario riconducibili alle condizioni di solidità e liquidità, occorre incorporare tali condizioni nel costo del capitale. La lezione, dunque, prende le mosse dal costo medio ponderato del capitale (WACC) impiegato per attualizzare i *free cash flow* operativi dell'impresa.

Dapprima, si illustra come integrare i livelli di solvibilità nel costo del capitale di credito; qui, un ruolo centrale è svolto dalle valutazioni condotte dalle società di rating. Successivamente, l'attenzione si rivolge al costo del capitale di rischio ( $K_e$ ). Partendo dalle stime di mercato condotte secondo il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), si indica come "iniettare" il rischio legato ai livelli di indebitamento nel coefficiente *Beta*, espressione del rischio non diversificabile dell'impresa rispetto alla media del mercato, che determina il livello di  $K_e$ .

Con l'analisi del rischio finanziario si completa l'esame del contributo offerto dall'analisi di bilancio alla messa a punto del costo del capitale. In questo senso, la lezione è complementare a quella dedicata al rischio operativo.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 13, paragrafo 13.6

## **B) ESERCITAZIONI**

### ***I Esercitazione: Le fonti informative per l'analisi di bilancio***

- *Argomento*

L'analisi di bilancio presuppone, anzitutto, la raccolta delle informazioni, sia dell'azienda oggetto di esame, che del contesto in cui la stessa opera.

Le fonti presso le quali poter acquisire i materiali sono molte, soprattutto guardando alle possibilità offerte dalla rete. Limitandoci alle sole fonti gratuitamente accessibili, navigheremo all'interno di alcuni siti istituzionali e privati per individuare alcune tra le risorse più utili per l'analista esterno (rapporti settoriali e societari di analisti finanziari, presentazioni agli analisti, piani industriali, documenti informativi per la quotazione, siti aziendali).

Per raccogliere i bilanci, invece, avremo bisogno di consultare specifiche banche dati. Tali fonti sono la via più immediata per ottenere informazioni su aggregati di imprese, ma anche per aver accesso ai bilanci delle società non quotate, poiché queste, nella maggior parte dei casi, non presentano un sito aziendale con un'area rivolta agli investitori dalla quale scaricare i dati contabili.

Una ricchissima fonte di informazioni è rappresentata dalle banche dati di Bureau Van Dijk (<http://www.bvdinfo.com>). Le banche dati del Bureau sono a carattere internazionale e nazionale. Fra quelle nazionali, si segnala Aida ([www.aida.bvdep.com](http://www.aida.bvdep.com)), contenente informazioni finanziarie, anagrafiche e commerciali su oltre un milione di società di capitali italiane. Dato che AIDA è disponibile tra le risorse bibliografiche dell'Ateneo, nel corso dell'esercitazione saranno illustrate le modalità di consultazione e le informazioni che è possibile raccogliere.

- *Materiali didattici*

- Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

- Strumenti: Breve guida all'uso della banca dati AIDA

### ***II-III Esercitazione: Contesto competitivo e analisi strategica***

- *Argomento*

Ogni impresa opera all'interno di un determinato settore o di più settori. Le caratteristiche del settore modellano la struttura e il funzionamento dell'azienda. Anche i dati contabili riflettono queste condizioni di contesto. Nessuna analisi di bilancio, quindi, può essere utilmente condotta senza un adeguato inquadramento delle caratteristiche passate, presenti e future dell'ambiente competitivo nel quale l'impresa è immersa. Muovendo dall'idea, ampiamente condivisa, che un'impresa è in una posizione di vantaggio competi-

tivo quando ha una redditività più elevata dei concorrenti, per verificare il *posizionamento* dell'impresa e la presenza di condizioni di vantaggio competitivo è necessario confrontare i valori di bilancio con quelli dei concorrenti diretti e quelli medi di settore.

Il posizionamento deve essere interpretato nella sua sostenibilità presente e futura, ricostruendo il modello di business adottato dall'impresa. Del *modello di business* si propone una concezione ampia, quale insieme delle scelte strategiche e dei processi attraverso cui l'impresa crea e cattura valore in un determinato contesto competitivo. Si collegano, pertanto, tre livelli del modello: quello strategico, quello operativo e quello economico.

L'esercitazione parte dall'esame del quadro competitivo del settore nel quale opera Dicart S.p.A. Allo scopo, utilizzeremo le risorse disponibili in rete, pubblicate da organismi istituzionali, associazioni di categoria e da imprese quotate che operano nel medesimo settore.

Applicando la logica della *SWOT analysis*, si evidenzieranno opportunità e minacce dell'ambiente esterno. Il confronto di queste informazioni con l'analisi del profilo strategico, quale momento di analisi interna all'impresa, porterà a cogliere i punti di forza e debolezza di quest'ultima. Tale confronto fornirà elementi preziosi per valutare: la strategia passata, alla luce dei risultati economici conseguiti e la strategia prospettata dal management per il futuro, in termini di realizzabilità e presumibile impatto sui risultati economici attesi.

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitoli 3 e 4
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.
  - Strumenti: *template* per la SWOT analysis
  - Dati: dati mediani di bilancio delle imprese del settore accessori per pelletteria

#### **IV Esercitazione: La verifica della qualità dei dati contabili**

- *Argomento*

Il tema della qualità contabile è complesso e richiede un'attenta analisi del fascicolo di bilancio nella sua interezza. Obiettivo dell'esercitazione è illustrare i criteri di applicazione e interpretazione dei principali *diagnostici* al caso Dicart. Nell'occasione si impiegheranno alcuni classici *red flag*. Si presenterà, poi, un diagnostico di sintesi, tarato sulle PMI italiane che redigono il bilancio secondo le regole del Codice Civile.

- *Materiali didattici*
  - Strumenti: foglio di lavoro per un "rating" della qualità dei dati di bilancio
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

#### **V Esercitazione: La riclassificazione dello Stato Patrimoniale**

- *Argomento*

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale è l'obiettivo di questa esercitazione. Ogni singola voce del bilancio di Dicart è attentamente esaminata, alla luce delle indicazioni offerte dalla Nota Integrativa, per individuarne natura e contenuto.

L'esame si conclude con la riconfigurazione dello Stato Patrimoniale secondo il modello "capitale investito-capitale raccolto" avvalendosi di un foglio di lavoro Excel, opportunamente predisposto. In questa prospettiva, particolare attenzione è riservata al capitale circolante, ricostruendone le dinamiche e i fattori che le hanno causate.

- *Materiali didattici*
  - Dispensa: Guida alla riclassificazione dello Stato Patrimoniale
  - Strumenti: software Arbor
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

#### **VI Esercitazione: La riclassificazione del Conto Economico**

- *Argomento*

Riclassificato lo Stato Patrimoniale, si passa al Conto Economico. Attraverso un'attenta disamina della Nota Integrativa, l'esercitazione si propone, anzitutto, di individuare i componenti di reddito *anomali* rispetto alle caratteristiche della gestione di Dicart. A questo fine, anche un'attenta lettura della Relazione sulla Gestione sarà di notevole utilità.

Una volta normalizzato, il reddito sarà suddiviso nelle sue due fondamentali componenti: il reddito operativo e quello frutto delle scelte finanziarie.

- *Materiali didattici*
  - Dispensa: Guida alla riclassificazione del Conto Economico
  - Strumenti: software Arbor
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

#### **VII e VIII Esercitazione: Il rendiconto finanziario I e II**

- *Argomento*

Sulla base dei prospetti riclassificati di Stato Patrimoniale e Conto Economico, si procede alla ricostruzione del Rendiconto finanziario di Dicart.

Inizialmente si definisce un preciso percorso di lavoro per determinare il *free cash flow* operativo. Illustrati i passaggi per il calcolo del flusso corrente, si passa alla misurazione del *capex*.

A valle dei flussi riconducibili all'area operativa della gestione, si passa a ricostruite le entrate e le uscite di cassa generate dalla gestione finanziaria.

Alla luce degli assetti patrimoniali messi in evidenza nella V esercitazione, si procede a valutare la coerenza fra fabbisogni di capitale generati nel corso dell'esercizio e fonti di finanziamento impiegate per coprirli.

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 10, paragrafi 10.5-107
  - Strumenti: software Arbor
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.



### **IX Esercitazione: Crescita e redditività operativa**

- **Argomento**

In questa esercitazione sono messi in pratica gli strumenti per l'analisi dei livelli di crescita dell'impresa. Il calcolo e l'interpretazione degli indicatori portano ad affrontare i problemi legati alla comparazione dei dati nel tempo, ma anche nello spazio, attraverso il calcolo dei valori mediani di settore. Emerge, in questo modo, l'utilità del quadro competitivo e strategico. Solo alla luce degli assetti competitivi e delle scelte strategiche operate dall'impresa, infatti, è possibile verificare le ipotesi interpretative che si vengono formulando man mano che si procede all'esame dei risultati offerti dagli indicatori.

Le dinamiche di sviluppo sono successivamente impiegate come chiave per interpretare gli andamenti della redditività operativa. Seguendo la logica sistemica, la redditività operativa sarà analizzata secondo le classiche dimensioni del modello DuPont: la redditività delle vendite e la produttività del capitale. Attraverso questa analisi si ricercheranno le principali determinanti del *free cash flow*.

- **Materiali didattici**

- Strumenti: software Arbor
- Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

### **X Esercitazione: La solidità patrimoniale**

- **Argomento**

L'attenzione si sposta verso il profilo finanziario della gestione, concentrandosi sul grado di indebitamento e sulle relazioni fra natura dei fabbisogni finanziari e fonti di finanziamento impiegate per coprirli. L'obiettivo è formulare un giudizio sulla solidità patrimoniale dell'impresa.

Questo giudizio è premessa irrinunciabile per apprezzare i livelli di solvibilità dell'azienda e, da qui, il grado di rischio finanziario della gestione. La valutazione di quest'ultimo aspetto richiede, però, di tener conto anche delle condizioni di liquidità.

- **Materiali didattici**

- Strumenti: software Arbor
- Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

### **XI Esercitazione: La liquidità**

- **Argomento**

Dopo aver esaminato la solidità patrimoniale, è la volta della valutazione delle condizioni di liquidità. Si passa, quindi, a un esame approfondito del rendiconto finanziario. Il lavoro condotto nella VI e VII esercitazione viene ripreso e sviluppato, chiarendo definitivamente il significato dei principali aggregati individuati attraverso la redazione del rendiconto finanziario.

- **Materiali didattici**

- Strumenti: software Arbor
- Documenti: bilanci Dicart S.p.A.



### **XII Esercitazione: La redditività netta**

- *Argomento*

L'esame della gestione operativa e finanziaria trova un momento di sintesi nell'esame della redditività netta dell'impresa. Partendo dalle problematiche relative alla costruzione del R.O.E., l'esercitazione propone un modello di analisi degli scostamenti che aiuta a evidenziare in che misura rendimento degli investimenti operativi, scelte di struttura finanziaria e manovre di *tax planning* concorrono a influenzare la remunerazione del capitale di rischio.

Fra le determinanti della redditività netta, centrale è il grado di indebitamento. Questa circostanza spinge a ricercare criteri e strumenti per verificare se l'aumento del livello di indebitamento che, in date condizioni, causa un incremento della redditività netta, è sostenibile, ossia tale da non rompere gli equilibri finanziari della gestione, con conseguente aumento del costo del capitale e distruzione di valore.

Il quadro complessivo di Dicart S.p.A., tracciato negli incontri precedenti, viene infine commentato, prospettando possibili evoluzioni delle dinamiche di gestione.

- *Materiali didattici*
  - Strumenti: software Arbor
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

### **XIII Esercitazione: Rischio operativo e costo del capitale**

- *Argomento*

Per poter essere correttamente interpretati, i valori di redditività sia operativa che netta devono essere confrontati con misure del costo del capitale. Obiettivo della esercitazione è mostrare come i dati di bilancio possano essere impiegati per stimare il costo del capitale dell'impresa oggetto di analisi.

L'attenzione si concentra, dapprima, sulle condizioni operative della gestione espresse dalla struttura dei costi. A questo fine, l'esercitazione presenta criteri e strumenti da impiegare per distinguere e riaggregare i costi operativi in base al loro grado di variabilità. Accanto a criteri di analisi logico-deduttivi, vengono applicati anche criteri di analisi basati su funzioni di regressione. Il Conto Economico così ottenuto permetterà non solo di correggere il beta operativo di settore di Dicart, ma anche di simulare l'effetto sui margini operativi dell'azienda di diversi possibili andamenti futuri del fatturato. Anche in questo caso, si lavorerà su un foglio di lavoro Excel, opportunamente predisposto.

- *Materiali didattici*
  - Dati: Beta unlevered di settore
  - Strumenti: foglio di lavoro Excel per la misurazione del rischio operativo
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

### **XIV Esercitazione: Rischio finanziario e costo del capitale**

- *Argomento*

Ricongiungendo l'analisi di liquidità con quella di solidità, è possibile apprezzare il rischio finanziario della gestione. Questo, unito a quello operativo, è impiegato per affinare

la stima del costo del capitale costo del capitale di rischio, passando da una configurazione *unlevered* del Beta a una *levered*, mediante l'impiego di una nota formula.

I dati sulle condizioni di solvibilità, inoltre, vengono impiegati per stimare il costo del debito in base al quale costruire il costo medio ponderato del capitale di Dicart. Con riferimento a quest'ultimo, l'esercitazione propone l'applicazione di un modello di rating tarato sulle PMI italiane grazie al quale individuare la classe di merito creditizio dell'impresa oggetto di analisi. In tal modo diventa possibile una stima dello spread da applicare su un tasso *risk free* per quantificare il costo del capitale di credito.

- *Materiali didattici*
  - Strumenti: modello di rating per le PMI italiane
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

### 3. IL CALENDARIO DEL CORSO

Lezioni ed esercitazioni sono svolte seguendo un preciso programma e secondo un calendario ben definito. Conoscere argomento e data del lavoro d'aula aiuta lo studente a prepararsi e a partecipare più attivamente.

Il calendario completo delle lezioni ed esercitazioni si trova in calce a questo documento e anche nella sezione **Calendario** del sito del Corso dove, per ciascun incontro, è anche possibile scaricare i materiali didattici indicati nel Syllabus.

#### *Allegato B*

#### REGOLE DELLA PROVA INDIVIDUALE

##### 1. OGGETTO E CONTENUTI DELLA PROVA

##### 2. MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELLA PROVA

##### 3. CRITERI DI VALUTAZIONE DELLA PROVA

#### 1. OGGETTO E CONTENUTI DELLA PROVA

La prova individuale consiste nella produzione di due elaborati:

- a) elaborato contabile;
- b) elaborato narrativo.

a) L'**elaborato contabile** è composto da:

- Calcolo di alcuni diagnostici
- Stato Patrimoniale riclassificato
- Conto Economico riclassificato
- Rendiconto finanziario
- Calcolo di alcuni indici di bilancio

b) L'**elaborato narrativo** è rappresentato da una relazione articolata nei seguenti punti:

– **Profilo strategico e settoriale**

In questa sezione, avvalendosi del fascicolo di bilancio e della preventiva conoscenza del settore di attività dell'impresa oggetto di analisi - comunicato attraverso la newsletter alcuni giorni prima della prova -, si traccia un breve profilo della strategia dell'impresa e una sintesi dell'andamento del settore in cui essa opera. Alla luce di tale quadro dovranno essere sviluppati i commenti successivi.

– **Qualità dei dati contabili**

Si formula un giudizio sulla qualità dei saldi di bilancio, valutando il sistema contabile attraverso l'impiego di opportuni diagnostici.

– **Crescita**

Si delinea il percorso di crescita della dimensione corrente e strutturale dell'impresa e la fase di sviluppo nella quale presumibilmente si trova alla data dell'ultimo bilancio.

– **Struttura patrimoniale e finanziaria**

Alla luce delle scelte strategiche e del contesto competitivo, si evidenzia e si esamina l'evoluzione degli investimenti, evidenziandone i punti di forza e le criticità, anche rispetto alla media del settore. In questo quadro, si valuta l'evoluzione della struttura finanziaria e si formula un giudizio sulla suo grado di solidità.

– **Redditività**

Si commentano le condizioni di redditività operativa e netta dell'impresa, ricercando coerenze e/o incoerenze con il profilo strategico e il posizionamento settoriale. In particolare, si mettono in luce le leve impiegate dall'impresa per sostenere la redditività, evidenziandone l'andamento nel corso del tempo e rispetto alla media del settore.

– **Condizioni di liquidità**

Sulla base del rendiconto finanziario e dei dati patrimoniali, si valutano le condizioni di solvibilità a breve dell'impresa. In particolare, si esaminano le determinanti della liquidità corrente, la capacità di sviluppare autonomamente gli investimenti, la sostenibilità del debito e la congruenza delle eventuali scelte di raccolta di nuovo capitale.

– **Conclusioni**

Si redige un giudizio complessivo sullo stato di salute dell'impresa, sempre alla luce del contesto competitivo e della strategia adottata. Inoltre, guardando al futuro, si cerca di valutare la sostenibilità del modello di business dell'impresa, esaminando i principali rischi operativi e finanziari che su di essa gravano.

## 2. MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELLA PROVA

La prova si svolge nelle aule informatiche presso l'edificio D15.

Lo **studente che presenta anche un rapporto di analisi** lavora con l'ausilio del **software Arbor** utilizzato durante le esercitazioni. Sul computer della postazione a lui asse-

gnata, lo studente trova: i PDF dei fascicoli di bilancio da esaminare e il software da impiegare. Il software contiene una sezione dedicata alla redazione del rapporto di analisi, già configurata secondo lo schema indicato al punto 1. *Oggetto e contenuti della prova*. Il commento non deve eccedere le 1.500 parole. Il tempo a disposizione è di **2 ore**, per consentire allo studente di lavorare senza assilli, rivedendo con cura il suo elaborato.

Lo **studente che non presenta un rapporto di analisi**, invece, troverà sul computer della postazione a lui assegnata i PDF dei fascicoli di bilancio da analizzare (due annualità), oltre a un foglio Word sul quale redigere il commento delle condizioni economiche e finanziarie dell'azienda oggetto di esame, secondo lo schema indicato al punto 1. *Oggetto e contenuti della prova*. Il commento non deve eccedere le 1.000 parole. Per lo svolgimento dei calcoli, lo studente utilizzerà un **foglio Excel** predisposto per la riclassificazione, con i prospetti del bilancio ufficiale d'esercizio già inseriti. Un comune foglio Excel viene, poi, impiegato redigere il rendiconto e costruire gli indicatori che si ritengono necessari. Stante il maggior lavoro previsto, la durata della prova è **3 ore**.

### 3. CRITERI DI VALUTAZIONE DELLA PROVA

La prova viene valutata seguendo criteri che hanno il duplice scopo di: assegnare un peso adeguato ai vari argomenti oggetto della prova; rendere il giudizio complessivo il più oggettivo possibile.

La valutazione riguarda l'elaborato contabile e quello narrativo. Per **gli studenti che sostengono la prova con l'impiego del software Arbor**, il punteggio assegnato ai vari argomenti è il seguente:

a) elaborato contabile:

- Stato Patrimoniale riclassificato (max 15 punti)
- Conto Economico riclassificato (max 15 punti)

b) elaborato narrativo:

- Redazione del quadro strategico di riferimento (max 2 punti);
- Qualità dei dati contabili (max 2 punti)
- Crescita (max 3 punti)
- Struttura patrimoniale e finanziaria (max 5 punti)
- Redditività (max 6 punti)
- Liquidità (max 6 punti)
- Conclusioni (max 6 punti)

**Il riferimento a un punteggio vuole dare allo studente l'idea dell'importanza assegnata ai vari argomenti. La votazione finale, tuttavia, è attribuita in base a una media "ragionata" delle votazioni riportate in ciascuno degli elaborati.** Per superare la prova, entrambi gli elaborati devono riportare un voto non inferiore a 18.

Il commento **non deve contenere parti didascaliche**, dove si spiega il significato degli strumenti di analisi che si impiegano. Deve, piuttosto, proporre una interpretazione organica e coerente dei dati a disposizione. L'ordine generale e la forma espositiva dell'elaborato narrativo concorrono, in ogni caso, a determinare la valutazione finale.

Per gli **studenti che non redigono il rapporto di analisi e sostengono la prova senza l'impiego del software Arbor**, il punteggio assegnato ai vari argomenti è il seguente:

a) elaborato contabile:

- Stato Patrimoniale riclassificato (max 5 punti)
- Conto Economico riclassificato (max 5 punti)
- Rendiconto finanziario (max 10 punti)
- Calcolo di alcuni diagnostici di qualità contabile (max 2 punti)
- Calcolo di alcuni indici di bilancio (max 8 punti)

b) elaborato narrativo:

- Redazione del quadro strategico di riferimento (max 2 punti)
- Qualità dei dati contabili (max 2 punti)
- Crescita (max 3 punti)
- Struttura patrimoniale e finanziaria (max 5 punti)
- Redditività (max 6 punti)
- Liquidità (max 6 punti)
- Conclusioni (max 6 punti)

### **Allegato C**

#### **INDICAZIONI PER LA REDAZIONE DEL RAPPORTO DI ANALISI**

Il rapporto di analisi deve avere un taglio professionale, sia nella presentazione, che nei contenuti. La relazione deve privilegiare il commento rispetto alla mera descrizione dei dati contabili o degli indicatori. Non deve, inoltre, contenere parti didascaliche, dove si spiega il significato degli strumenti di analisi che si impiegano.

Grafici e tavole possono essere usati in quanto aggiungano informazioni. **Il dettaglio dei prospetti riclassificati, del rendiconto finanziario e il set degli indicatori calcolati vanno presentati in appendice al rapporto.**

La struttura del rapporto è analoga a quella della prova individuale, perché questa è la logica che solitamente ispira un percorso di analisi ordinato e focalizzato sui principali aspetti della gestione dell'impresa.

**Affrontare un caso reale pone lo studente di fronte ad alcune criticità. Il costante ricorso ai docenti per superarle toglie parte del valore attribuibile alla prova.** Piuttosto, la capacità di affrontare le difficoltà, fornendo soluzioni sensate, anche se non necessariamente le più corrette, è un aspetto qualificante ai fini della valutazione finale. Le scelte compiute devono essere illustrate e debitamente motivate, avvalendosi delle note.

**Il rapporto, appendice esclusa, non dovrà superare le 10 pagine** (carattere corpo 11, interlinea singola), figure e tabella incluse. L'eccessiva prolissità dell'esposizione sarà valutata negativamente.

La valutazione del lavoro sarà condotta seguendo i criteri in precedenza esposti per la prova individuale. Rispetto a quest'ultima, l'ordine generale, la forma espositiva e l'attrattività delle soluzioni grafiche utilizzate avranno un maggior peso sulla valutazione complessiva.

## ANALISI DI BILANCIO

### CALENDARIO DELLE LEZIONI ED ESERCITAZIONI DELL'ANNO ACCADEMICO 2016-2017

settimana	mese	giorno	numero	attività	argomento
I	febbraio	27	-	Introduzione	La solita minestra?
		28	1	lezione	Facciamo come Harry
II	marzo	1	2	lezione	L'erba del vicino è sempre più verde
		6	3	lezione	Dal <i>lag</i> al <i>lead</i>
		7	I	<i>esercitazione</i>	<i>Le fonti informative per l'analisi di bilancio</i>
		8	-	testimonianza	Incontro con Dicart SpA
		13	II	<i>esercitazione</i>	<i>Contesto competitivo</i>
III		14	III	<i>esercitazione</i>	<i>Analisi strategica</i>
		15	4	lezione	'Cca nisciuno è fess!
IV		20	IV	<i>esercitazione</i>	<i>La verifica della qualità dei dati contabili</i>
		21	5	lezione	Da chi li ho presi? Dove li ho messi?
		22	6	lezione	La giostra dei quattrini
V		27	V	<i>esercitazione</i>	<i>La riclassificazione dello Stato Patrimoniale</i>
		28	7	lezione	Una rondine non fa primavera
		29	8	lezione	Anche Tony Soprano lo sa!
VI	aprile	3	VI	<i>esercitazione</i>	<i>La riclassificazione del Conto Economico</i>
		4	9	lezione	Chi è il re?
		5	10	lezione	La madre di tutti i flussi di cassa
VII		10	VII	<i>esercitazione</i>	<i>La redazione del rendiconto finanziario – I</i>
		11	11	lezione	Quando la cassa è libera
VIII		12	12	lezione	Crescere o morire
		26	VIII	<i>esercitazione</i>	<i>La redazione del rendiconto finanziario – II</i>
X	maggio	2	13	lezione	Un <i>parterre de Roi</i>
		3	14	lezione	Falli girare!
		8	15	lezione	Tutta una questione di costi
		9	16	lezione	Povero Paperino!
		10	IX	<i>esercitazione</i>	<i>Crescita e redditività operativa</i>
XI		15	17	lezione	Articolo quinto: chi ha i soldi ha vinto
		16	X	<i>esercitazione</i>	<i>La solidità patrimoniale</i>
		17	XI	<i>esercitazione</i>	<i>La liquidità</i>
XII		22	18	lezione	Non è tutto oro quel che luccica
		23	19	lezione	Il gioco vale la candela?
		24	XII	<i>esercitazione</i>	<i>La redditività netta</i>
XIII		29	20	lezione	Debito mio quanto mi costi!
		30	XIII	<i>esercitazione</i>	<i>Rischio operativo e costo del capitale</i>
		31	XIV	<i>esercitazione</i>	<i>Rischio finanziario e costo del capitale</i>