

L'ANALISI DEL CONSOLIDATO PER LA PROGRAMMAZIONE E IL CONTROLLO

di Davide Mondaini

L'entrata in vigore del Decreto Legislativo 9 aprile 1991, n. 127 (1) obbligando numerosi gruppi aziendali, anche di piccole-medie dimensioni, alla redazione del bilancio consolidato ha offerto un'opportunità gestionale, al momento colta da poche aziende.

All'attenzione dedicata al bilancio consolidato, concepito come strumento di informazione destinata ai terzi, non è corrisposta infatti altrettanta attenzione all'analisi, all'interpretazione e all'utilizzo delle informazioni consolidate a supporto dei processi decisionali interni al gruppo.

In che cosa consiste precisamente l'opportunità gestionale «mancata» e quali sono state le ragioni che non hanno permesso di coglierla?

L'OPPORTUNITÀ GESTIONALE «MANCATA»

L'occasione che alcuni gruppi di imprese hanno perso, ma che non dovranno farsi sfuggire in futuro, consiste nel poter individuare, attraverso un'approfondita analisi delle informazioni consolidate, parte dei caratteri peculiari per il loro governo.

In effetti la comprensione dei fabbisogni informativi per la definizione del sistema di programmazione e controllo del gruppo a supporto della sua guida, può essere efficacemente esplicitata attraverso l'individuazione dei fattori critici di successo e la determinazione dei seguenti profili:

- profilo gestionale del gruppo,
- profilo organizzativo del gruppo,
- profilo economico-finanziario del gruppo.

Questi profili sono diretta configurazione delle scelte strategiche e delle politiche aziendali attuate a livello unitario.

L'analisi dei valori presenti nel bilancio consolidato e nei bilanci delle imprese incluse nell'area di consolidamento offre l'opportunità di ricostruire e comprendere il profilo economico-finanziario del gruppo e di cogliere alcuni aspetti relativi agli altri profili, sopra citati, anch'essi necessari alla definizione del fabbisogno di programmazione e controllo (Tavola 1) (2).

Indubbiamente il bilancio oggetto di analisi ben si presta alla rappresentazione delle connotazioni del gruppo poiché attraverso le scritture di consolidamento vengono annullate tutte le operazioni interne che rispondono ad una logica diversa dall'ottimizzazione dei risultati del gruppo.

Occorre però effettuare una distinzione: nei gruppi ove già esiste ed è attivato correttamente un sistema di programmazione e controllo, l'analisi delle informazioni consolidate permetterà di verificare la qualità e la coerenza delle politiche e delle scelte strategiche, rispetto alle azioni intraprese ed ai risultati conseguiti, ove invece il sistema di programmazione e controllo stesso non esiste o è carente occorrerà dotare il gruppo degli

strumenti adatti ad una sua impostazione o rivisitazione.

Fra i vari strumenti che il management ha a disposizione per comprendere le coordinate del gruppo, e quindi costruire il «sistema di governo», l'analisi delle informazioni presenti nel bilancio consolidato e nei bilanci delle imprese incluse nell'area di consolidamento può svolgere un ruolo di primo piano.

Prima di proseguire, illustrando alcuni «aspetti tecnici» dell'analisi del bilancio di gruppo, si desidera sottolineare che il sistema di programmazione e controllo di gruppo deve essere architettato in modo tale da permettere l'ottimizzazione dei risultati unitari, questi ultimi, raramente coincidenti con l'ottimizzazione dei risultati delle singole imprese.

Quando ottimizzazione dei risultati delle singole imprese e ottimizzazione dei risultati del gruppo coincidono significa che non esistono condizionamenti interni al gruppo di capacità produttiva da saturare o di specializzazione e che è possibile ed inoltre conveniente, per la massimizzazione delle performance aziendali del gruppo, utilizzare come pezzi di trasferimento i prezzi di mercato.

Da queste poche righe pare

Note:

(1) G.U. n. 90 del 17 aprile 1991 in suppl. ord. n. 27

(2) Nella Tavola 1 è presentata l'applicazione all'analisi del bilancio consolidato dell'approccio suggerito per la determinazione dei fabbisogni di programmazione e controllo, A. Bubbio, *Il budget nel governo dell'impresa*, Pirola Editore, 1991.

Strategie di pianificazione e controllo

possa essere intuibile che soddisfare contemporaneamente tutte queste condizioni non risulti affatto facile, soprattutto in realtà, come quelle del nostro paese, dove l'integrazione verticale è frequente.

Ne consegue che adottare, nella costruzione di un sistema di programmazione e controllo, una logica di tipo matematico di ottimizzazione, realizzata attraverso la sommatoria dell'ottimizzazione dei risultati delle singole imprese, può risultare non solo irrazionale ma pericoloso per la corretta gestione.

LE DIFFICOLTA' INCONTRATE

Le novità legislative in tema di redazione del bilancio consolidato, hanno imposto un profonda revisione delle procedure e delle tecniche amministrativo-contabili.

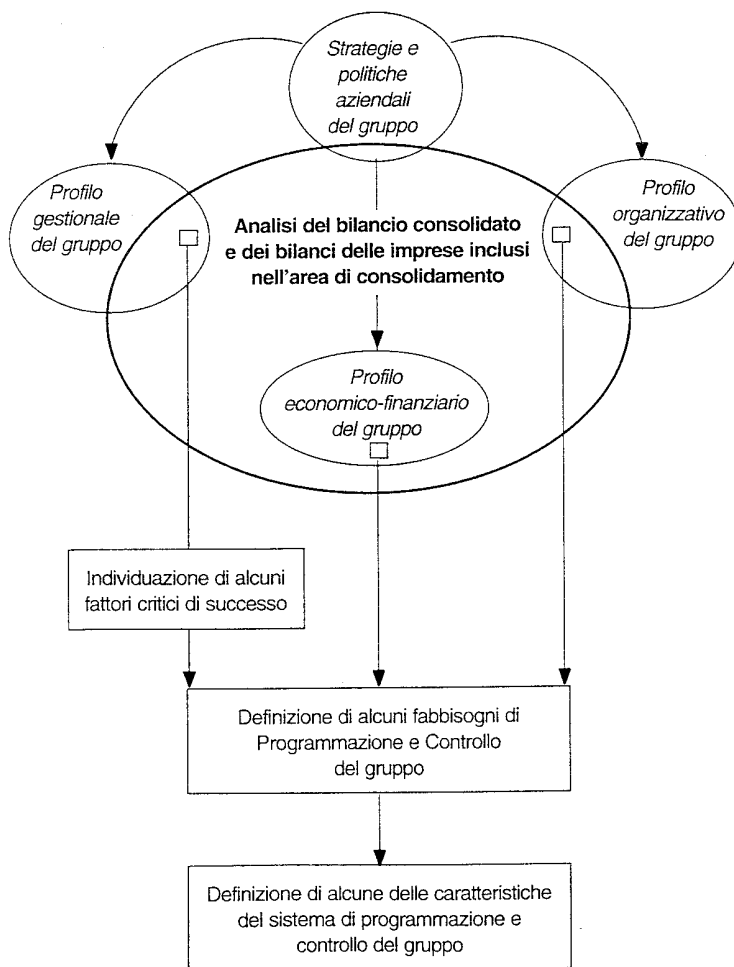
Ciò è valso sia per i gruppi di piccole-medie dimensioni, per i quali il bilancio consolidato ha rappresentato una novità assoluta, sia per i gruppi più grandi che avevano già maturato una qualche familiarità con la redazione del bilancio di gruppo.

Le energie dedicate all'organizzazione delle informazioni, necessarie alla corretta redazione ai fini civilistici del bilancio consolidato, le difficoltà connesse alla prima applicazione della normativa unitamente alla scarsa conoscenza dei principi contabili nazionali ed internazionali in materia di problematiche di consolidamento non hanno consentito, al management di alcuni gruppi, di effettuare adeguate riflessioni sull'analisi dei valori esposti nel bilancio di gruppo.

Inoltre, nel nostro paese, ed in particolare nelle realtà aziendali di piccola-media grandezza, gli strumenti di programmazione e controllo sono sottoutilizzati, ciò non ha permesso a molte imprese di attivare a pieno regime la circolarità del processo di controllo direzionale (pianificazione-programmazione-azione-controllo), utilizzando le informazioni consolidate a supporto dell'attività decisionale interna.

Tavola 1

L'analisi del bilancio consolidato per la definizione di alcuni fabbisogni di programmazione e controllo



IL PROFILO ECONOMICO-FINANZIARIO DEL GRUPPO

La necessità di analizzare le informazioni risultanti dal bilancio consolidato per la comprensione del profilo economico-finanziario del gruppo è riconducibile principalmente alle due seguenti ragioni:

a) sottoponendo ad analisi il solo bilancio della capogruppo si avrebbe una visione parziale ed estremamente «compressa» della fisionomia del gruppo, dalla quale potrebbero risultare informazioni sulla redditività e sull'equilibrio finanziario non sempre affidabili; b) i bilanci delle società partecipate risentono, spesso in modo determinante, dei legami e dei vincoli esistenti con le altre imprese del gruppo, risulta conseguentemente che un'analisi dei valori presenti in tali bilanci potrebbe presentare una situazione distorta ed irrealistica se non collegata ed analizzata contestualmente a tutte le altre realtà aziendali.

Strategie di pianificazione e controllo

Detto ciò, è bene sottolineare che, prima di procedere nell'opera di analisi del bilancio consolidato occorrerebbe:

- 1) accertarsi dei criteri che sono stati utilizzati per la redazione e valutare il grado di attendibilità dei valori in esso esposti;
- 2) prendere coscienza dei limiti informativi del bilancio consolidato;
- 3) accertarsi di avere a disposizione gli strumenti adeguati per

stimare l'attendibilità delle analisi che si andranno a fare sui dati (indicatori) consolidati.

L'accertamento dei criteri e del grado di affidabilità dei valori

L'analisi del bilancio unificato presenta qualche insidia in più rispetto all'analisi del bilancio di esercizio poiché oltre alle problematiche proprie dell'analisi di quest'ultimo (correttezza dei criteri di valutazioni adot-

tati, interpretazioni delle politiche di bilancio, ecc.) presenta altri problemi, non sempre di immediata comprensione per l'analista.

Le problematiche specifiche dell'analisi dei dati presenti nel bilancio consolidato sono riconducibili principalmente:

- alla corretta definizione dell'area di consolidamento,
- alla corretta applicazione del metodo di consolidamento (integrale, proporzionale e del patrimonio netto),
- alla corretta applicazione dei principi contabili nazionali ed internazionali in tema di consolidamento,
- alla coerenza fra valori esposti a fini civilistici rispetto a valori «ricostruiti» a fini gestionali,
- alla coerenza di alcune relazioni economiche e finanziarie che verranno illustrate presentando «il caso» che seguirà.

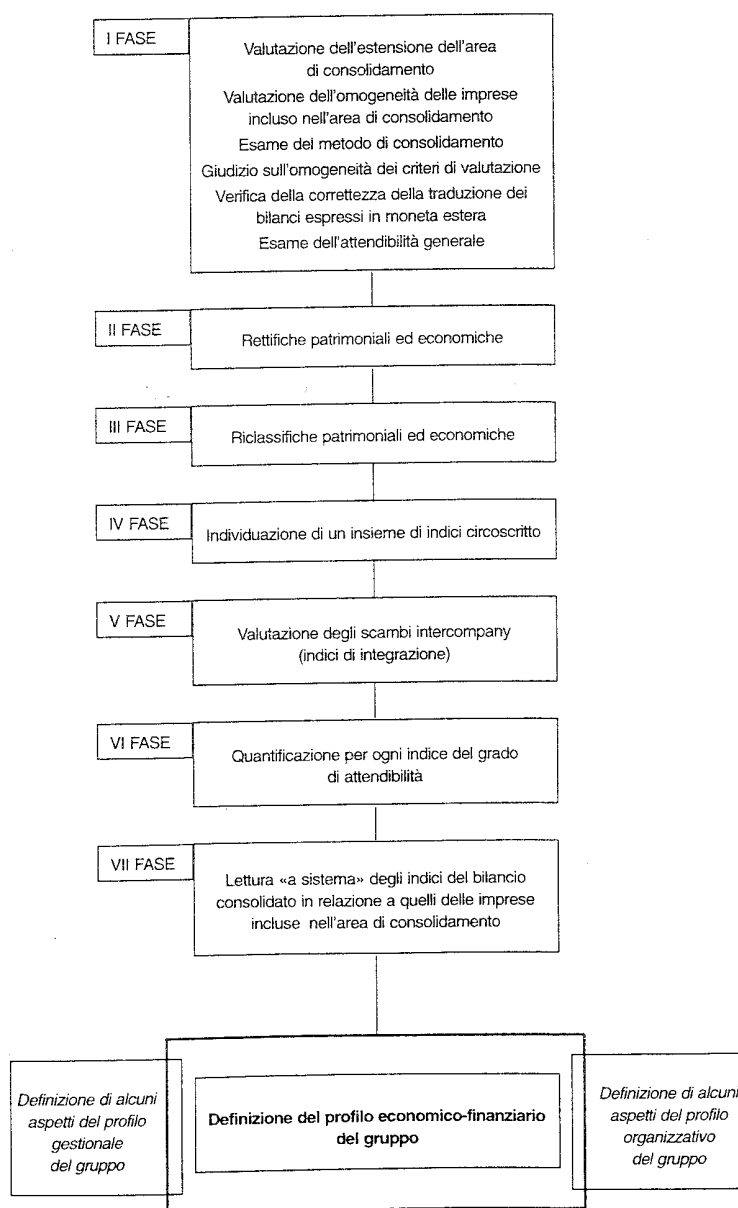
Alcuni limiti informativi del bilancio consolidato

Anche nel caso in cui l'accertamento dei criteri e del grado di attendibilità dei valori abbia dato esito positivo esistono aspetti specifici del bilancio consolidato che tendono a limitarne l'efficacia.

Tali aspetti rappresentano i limiti informativi del bilancio di gruppo e sono sintetizzabili nei seguenti punti:

a) *scarsa significatività di alcuni indicatori*: lo stato patrimoniale consolidato aggrega (consolida) le attività e le passività delle imprese incluse nell'area di consolidamento rendendo alcuni indicatori meno significativi. Ad esempio, gli indici di liquidità relativi al bilancio consolidato perdono parte del loro significato di fronte ai creditori delle imprese partecipate incluse nell'area di consolidamento poiché, con ogni probabilità, i creditori di queste ultime potranno ottenere ragione del loro credito solo sull'attivo patrimoniale dell'impresa debitrice e non sull'intero attivo patrimoniale del gruppo. Tale considerazione ci permette di evidenziare un'importante caratteristica del bilancio conso-

Tavola 2
Le 7 fasi per l'analisi del bilancio consolidato



Strategie di pianificazione e controllo

lidato: tale bilancio è destinato principalmente agli azionisti della controllante e quindi può risultare, in alcuni suoi indicatori, non sempre significativo per altri soggetti.

b) *difficoltà di comparazioni interaziendali*: gli ampi spazi di discrezionalità nella redazione del bilancio di gruppo lasciati, dalla normativa in vigore e dai principi contabili generalmente accettati; come l'estensione dell'area di consolidamento, la conversione delle poste dei bilanci delle controllate estere e l'omogeneità dei criteri di valutazione, rappresentano concrete minacce per lo sviluppo di corrette ed omogenee comparazioni interaziendali.

c) *bassa trasparenza delle caratteristiche industriali delle singole imprese*: gli indicatori reddituali rappresentano un valore che è una media ponderata dei risultati conseguiti dalle diverse imprese inserite nell'area di consolidamento quindi non rispecchiano fedelmente le performance delle singole imprese.

Gli strumenti per stimare l'attendibilità delle analisi

Come abbiamo in precedenza sostenuto, gli indici derivanti

dall'analisi del bilancio consolidato esprimono una media e come ogni media sono tanto più rappresentativi del campione quanto più i valori che li formano sono vicini ad essi.

Va però precisato che la «media» di cui si parla risente delle rettifiche di consolidamento e quindi non va intesa rigidamente entro il suo significato statistico.

Premesso ciò, quando il valore di un indice, calcolato sul bilancio di una impresa inclusa nell'area di consolidamento, si discosta in modo significativo dall'indice del bilancio di gruppo deve essere preso in considerazione con molta attenzione e in alcuni casi è preferibile addirittura rigettarlo in quanto non rappresentativo della realtà del gruppo.

Si cercherà di illustrare ora, con l'aiuto di un caso concreto, alcune delle 7 fasi descritte nella Tavola 2. Tali fasi, che non pretendono di essere esaustive delle problematiche che si possono incontrare nell'analisi del bilancio consolidato, potrebbero costituire un sintetico «programma di lavoro» adatto a svi-

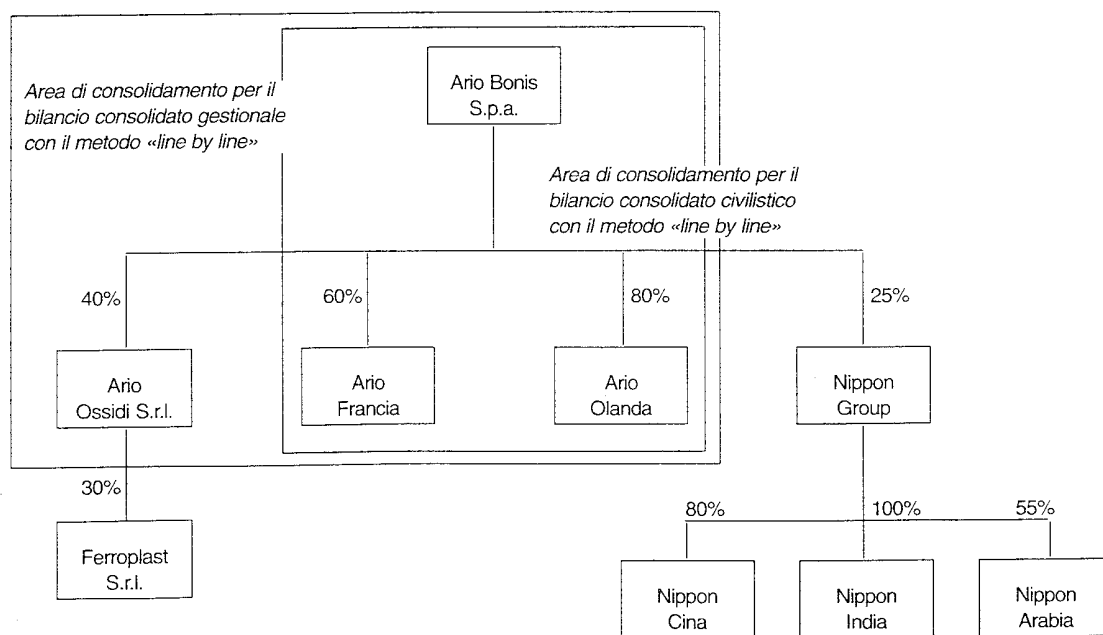
luppare lo studio del bilancio consolidato in modo organico.

IL CASO ARIO

Il gruppo Ario è un gruppo industriale chimico di piccole-medie dimensioni con circa 100 miliardi di fatturato a livello consolidato e circa 200 dipendenti.

Il gruppo è integrato verticalmente, le imprese controllate, situate all'estero, si occupano prevalentemente della distribuzione commerciale, nei relativi paesi, della produzione di Ario S.p.a., mentre la collegata Ario Ossidi S.r.l., ubicata in Italia e partecipante di Ferroplast S.r.l., fornisce alcune materie prime fondamentali al processo produttivo della controllante (Tavola 3). La capogruppo che non aveva maturato fino ad allora alcuna esperienza, relativamente alle problematiche di consolidamento, aveva predisposto per la prima volta il bilancio consolidato al 31 dicembre 1994 includendo nell'area di consolidamento le seguenti imprese: Ario S.p.a., Ario Francia, Ario Olanda, e proceduto al loro consolidamento con il metodo integrale, «line by line» (Tavola 3).

Tavola 3
La nuova composizione del gruppo Ario Bonis



Strategie di pianificazione e controllo

Il deposito, presso la Cancelleria del Tribunale, del bilancio consolidato fu una vera e propria liberazione per il Direttore Amministrativo della capogruppo che tirò un sospiro di sollievo e rivolgendosi ai propri collaboratori disse: «non voglio sentire parlare di bilancio consolidato prima dell'anno prossimo».

Evidentemente il nuovo obbligo imposto dal DLgs, n. 127 aveva impegnato l'amministrazione della capogruppo su tematiche ritenute «un'imposizione legislativa a basso valore aggiunto». La maturazione di alcune decisioni strategiche e di alcune politiche del gruppo, immediatamente successive alla redazione del primo bilancio consolidato, disattesero però le aspettative del Direttore Amministrativo.

Nel secondo semestre dell'esercizio 1995 infatti, il Consiglio d'Amministrazione della controllante deliberò una fusione per incorporazione fra Ario S.p.a. controllante del gruppo, e Bonis S.p.a., una azienda chimica del nord Italia. Inoltre per rafforzare le politiche distributive ed ampliare il mercato di riferimento il Consiglio deliberò di acquisire in Estremo Oriente una significativa partecipazione (25%) di un impor-

tante gruppo chimico nipponico (per la nuova configurazione del gruppo Ario si veda la Tavola 3). Stimolato dalle nuove ipotesi di sviluppo, l'Amministratore Delegato della controllante, avvertì il bisogno di conoscere più a fondo la situazione economico-finanziaria del gruppo e chiese al Direttore Amministrativo di preparare un'analisi del bilancio consolidato per verificare «lo stato di salute» attuale del gruppo e quindi la fattibilità finanziaria del programma di acquisizione della partecipazione nella controllante del gruppo nipponico.

Per condurre l'analisi del bilancio consolidato e dei bilanci delle imprese incluse nell'area di consolidamento del gruppo Ario il Direttore Amministrativo si avvale della collaborazione di un consulente esterno che, seguendo le 7 fasi illustrate nella Tavola 2, ricostruì il profilo economico-finanziario del gruppo.

In particolare il consulente effettuò le seguenti operazioni:

- estensione dell'area di consolidamento con inclusione della partecipata Ario Ossidi S.r.l., in quanto, anche se non controllata da Ario S.p.a., i forti collegamenti economici e finanziari erano tali da consigliarne il consolidamento

- «line by line» (Tavola 3);
- predisposizione del bilancio consolidato gestionale al 31 dicembre 1993 al fine di poter esporre accanto ai dati consolidati al 31 dicembre 1994, la colonna con i valori al 31 dicembre 1993, quest'ultima indispensabile per la ricostruzione della dinamica finanziaria dell'esercizio 1994;
- rettifiche patrimoniale ed economiche;
- riclassifiche patrimoniali ed economiche;
- individuazione di alcuni indicatori «tradizionali» e di alcuni indici specifici dell'analisi del bilancio consolidato, alcuni dei quali, inseriti dal consulente nei quadri di controllo;
- costruzione di alcuni indici di integrazione al fine di comprendere le «coordinate» del gruppo;
- quantificazione per ogni indicatore del grado di attendibilità;
- costruzione di due quadri di controllo.

LA COSTRUZIONE DI ALCUNI INDICI DI INTEGRAZIONE

Nella Tavola 4 sono mostrati alcuni indici di integrazione che hanno permesso all'analista di comprendere le connotazioni generali del gruppo:

- indice di integrazione generale,

Tavola 4
Alcuni indici di integrazione del gruppo Ario

Indici		1994	1993
Indice di integrazione generale	Rt/At	35%	30%
Indice di integrazione economica	Re/Te	20%	14%
Indice di integrazione finanziaria	Rp/Tp	15%	16%
Indice di integrazione del fatturato	Fr/Fa	19%	12%
Indice di integrazione dei debiti finanziari	Dfr/Dfa	10%	15%

Rt	=	Totale rettifiche apportate sull'aggregato per giungere al consolidato
At	=	Totale valori dare o avere delle imprese incluse nell'aggregato
Re	=	Totale rettifiche dei componenti reddituali
Te	=	Totale dare o avere dei componenti reddituali delle imprese incluse nell'aggregato
Rp	=	Totale rettifiche dei componenti patrimoniali
Tp	=	Totale dare o avere dei componenti patrimoniali delle imprese incluse nell'aggregato
Fr	=	Totale rettifiche sul fatturato intragruppo
Fa	=	Totale fatturato aggregato
Dfr	=	Totale rettifiche sui debiti finanziari intragruppo
Dfa	=	Totale debiti finanziari presenti nell'aggregato

- indice di integrazione economica,
- indice di integrazione finanziaria,
- indice di integrazione del fatturato,
- indice di integrazione dei debiti finanziari.

Al 31 dicembre 1994 è risultato per il gruppo Ario un indice di integrazione generale pari al 35%. Tale indice, in aumento rispetto allo scorso esercizio, è formato al numeratore dal *totale delle rettifiche di consolidamento (Rt)* ed al denominatore dal *totale dei valori dare o avere risultanti dal bilancio aggregato (At)*. Esso esprime generalmente il grado di integrazione economica e finanziaria del gruppo, nel caso specifico, anche in grado di integrazione verticale.

Un importante indice di integrazione economica esaminato è rappresentato dal rapporto fra le rettifiche effettuate sul *fatturato intragruppo (Fr)* ed il *fatturato aggregato (Fa)*, nel caso in esame questo rapporto è aumentato sensibilmente fra l'esercizio 1993 e 1994 passando rispettivamente dal 12% al 19%.

L'aumento di tale indice può essere rivelatore di un aumento delle quantità vendute e/o di un aumento dei prezzi sui prodotti venduti intragruppo.

Nel caso del gruppo Ario, l'aumento è stato quasi esclusivamente dovuto ad un aumento delle quantità vendute intragruppo che ha causato l'aumento del capitale circolante netto (per l'aumento del valore delle scorte) delle controllate estere.

Infine un connotato di una certa importanza è delineato dall'indice che esprime l'interscambio finanziario fra le società del gruppo Ario.

L'indice che esprime tale interscambio, formato al numeratore dal totale delle rettifiche effettuate sui debiti finanziari del gruppo (Dfr) ed al denominatore al totale dei debiti finanziari presenti nell'aggregato (Dfa), è in diminuzione, 15% nel 1993, 10% nel 1994.

È tuttavia consigliabile interpretare tale indice in relazione all'indicatore che esprime l'in-

debitamento complessivo del gruppo (si veda Tavola 5) per verificare se, ad una diminuzione dell'indice di integrazione finanziaria (minore indebitamento infragruppo), sia corrisposto un peggioramento dell'indebitamento complessivo.

Così in effetti è stato per il gruppo oggetto di analisi: è diminuito l'indebitamento finanziario fra le imprese del gruppo, ma è aumentato considerevolmente l'indebitamento verso terzi finanziatori che ha prodotto un aumento della leva creditizia del gruppo (Tavola 5). In conclusione possiamo affermare che attraverso l'analisi degli indici di integrazione si riesce a formulare un identikit del gruppo che permette di tarare nel modo più opportuno l'intervento di analisi successivo.

I QUADRI DI CONTROLLO

Gli indici di integrazione mostrati rappresentano indicatori propri dell'analisi del bilancio consolidato che per esplicitare tutta la sua efficacia non può prescindere da altri parametri specifici di detta analisi. Tali indicatori si riferiscono a:

- 1) *rapporto di indebitamento complessivo del gruppo, detto anche leva finanziaria complessiva* (Tavola 5);
- 2) *leva azionaria o leva di «terzo grado»* (Tavola 6);
- 3) *redditività dei mezzi propri della capogruppo, Return on Equity (Roe*) in relazione alla redditività dei mezzi propri del gruppo (Roe)*, (Tavola 6);

Il rapporto di indebitamento e la dinamica finanziaria del gruppo

Gli interessi di minoranza collocati dal DLgs. n. 127 all'interno del patrimonio netto possono essere riclassificati fra gli elementi del passivo se l'indice che si vuole ricavare deve rappresentare l'indebitamento complessivo del gruppo.

Per indebitamento complessivo è da intendersi sia l'indebitamento nei confronti degli azio-

nisti di minoranza sia nei confronti di terzi finanziatori; esso esprime, dunque, la capacità del gruppo di ottenere capitali a diverso titolo.

Il rapporto di indebitamento complessivo è definito anche come sommatoria di due effetti leva: la «leva azionaria» e «leva creditizia», cosiddetto *leverage complessivo* (Tabella 5) (3).

Il gruppo Ario mostra un leverage complessivo in aumento: ciò è da ricondurre esclusivamente, come mostra la Tavola 5, all'aumento della leva creditizia causato a sua volta dall'aumento dei debiti a lungo termine accessi nell'esercizio 1994 della capogruppo ed impiegati in acquisizioni di immobilizzazioni tecniche.

Il livello degli investimenti del gruppo (5.700 milioni), per l'esercizio 1994, superiore alla media degli esercizi passati, insieme all'aumento del capitale circolante netto ed agli oneri finanziari è stato la causa dell'assorbimento delle risorse finanziarie generate dal «margine operativo lordo» prodotto dal gruppo nell'esercizio 1994 (Tavola 5).

L'aumento del capitale circolante netto del gruppo, pari a 1.400 milioni nel 1994 (Tavola 5), dovuto principalmente all'aumento del capitale circolante delle controllate estere (come sarebbe facilmente constatabile dai bilanci delle controllate stesse) esprime un aspetto critico della gestione del gruppo, meritevole di qualche approfondimento.

La controllante «ha spinto» le vendite effettuate nei confronti delle imprese controllate (vedasi aumento dell'indice di integrazione del fatturato, Tavola 4), ottenendo nel proprio bilancio un aumento del fatturato ed un aumento del margine operativo lordo in valore assoluto.

Nota:

(3) Per alcune attuali considerazioni sul leverage complessivo si veda, «*Modelli di crescita delle imprese a leverage multiplo: rischi e deformazioni*», Editoriale di C. Demattè, in «*Economia & Management*», n. 6/1995.

Strategie di pianificazione e controllo

A ben vedere la «spinta alle vendite» nasce di fatto da un'enfaticizzazione della produzione di Ario S.p.a. avvenuta nell'esercizio 1994 ed indotta dall'adozione di una nuova configurazione di costo (*full costing*) per la valutazione delle rimanenze a fini civilistici.

Valutando le rimanenze finali a costo pieno (*full costing*) Ario S.p.a. ha realizzato un aumento del reddito operativo per il solo fatto di avere «sospeso» alcuni costi aziendali incorporandoli nel valore delle rimanenze.

Questo fenomeno ha provocato, nel bilancio consolidato del gruppo Ario un aumento del red-

dito operativo complessivo «smascherato» però dalla lettura del rendiconto finanziario, che mostra un deflusso di 1.400 milioni, in buona parte causato dall'aumento del valore delle rimanenze presenti nel bilancio consolidato.

Se da una parte la valutazione delle rimanenze, secondo la logica del *full costing*, ha permesso al gruppo di rinviare ai futuri esercizi parte dei costi e di conseguire un reddito operativo consolidato maggiore, dall'altra ha provocato un aumento del capitale circolante netto che nella logica finanziaria equivale ad un assorbimento del flusso di

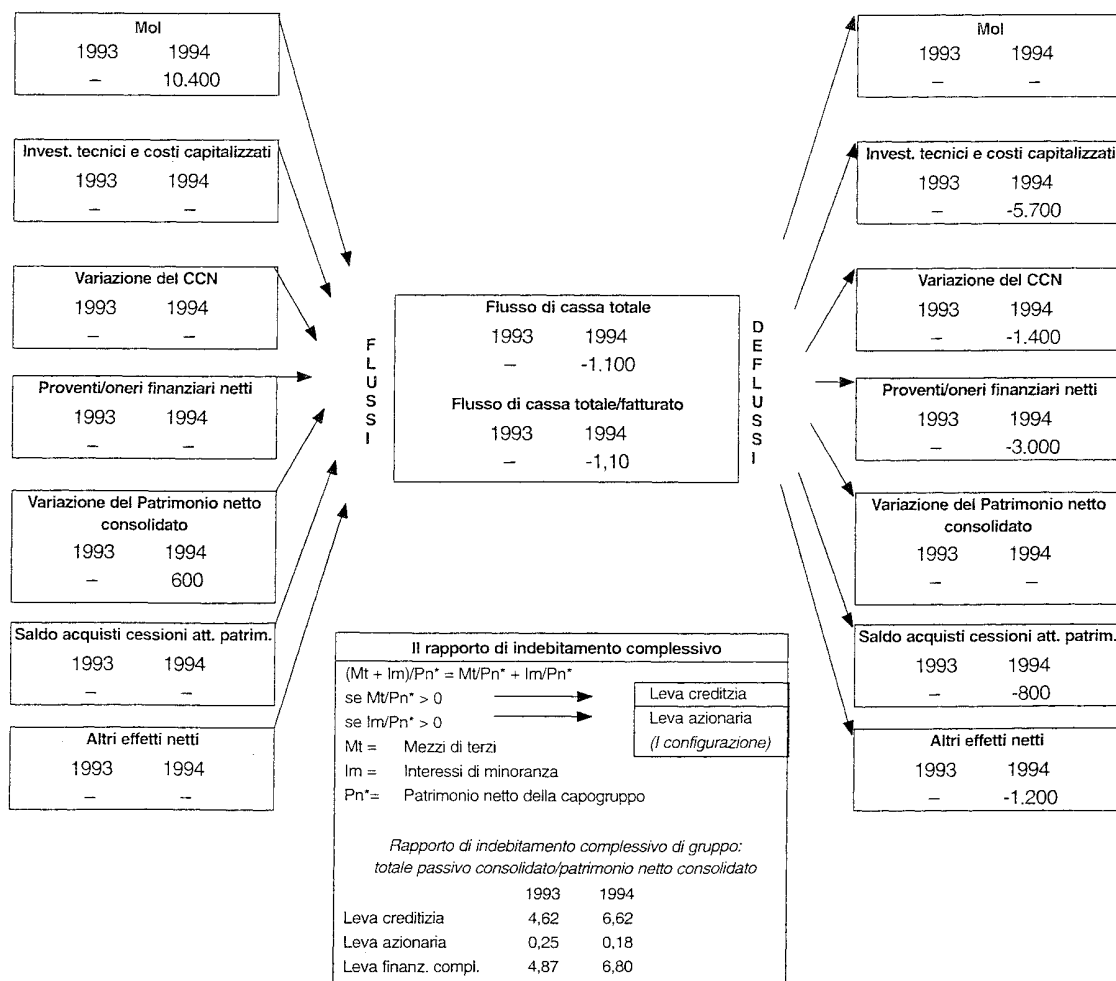
cassa, come risulta dal rendiconto finanziario consolidato «a schema grafico» (Tavola 5).

La lettura della dinamica finanziaria, attuata attraverso l'analisi del rendiconto finanziario di gruppo permette di cogliere dunque i collegamenti fra andamento economico e struttura patrimoniale del gruppo ricercando la logica degli accadimenti economici attraverso diverse angolazioni.

La relazione fra redditività del patrimonio della capogruppo e del gruppo

Nel quadro di riferimento esposto nella Tavola 6 sono illustrati

Tavola 5
La dinamica finanziaria e il rapporto di indebitamento complessivo del gruppo Ario (in milioni di lire)



Strategie di pianificazione e controllo

i collegamenti necessari per mettere a fuoco la redditività del gruppo Ario in relazione alla redditività della capogruppo Ario S.p.a.

Dallo schema presentato si evince che la redditività della capogruppo dipende sostanzialmente da tre fattori:

- dalla redditività del patrimonio netto del gruppo;
- dalla leva azionaria «II configurazione»;
- dall'indice di incidenza della redditività della capogruppo

rispetto alla redditività del gruppo.

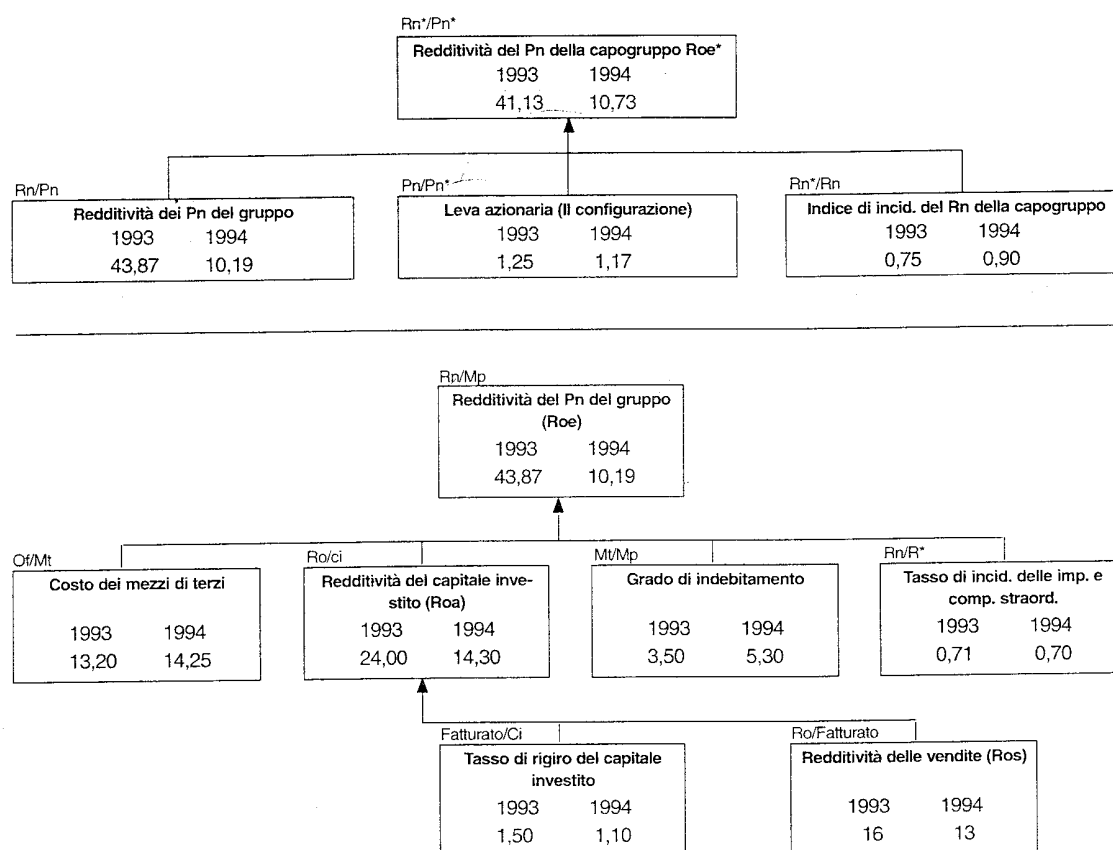
La redditività del patrimonio netto del gruppo, ricostruita attraverso il quadro di riferimento esposto nella Tavola 6, mostra una decisa flessione, le cui cause saranno indagate in seguito.

La leva azionaria «II configurazione» (Tavola 6), esprime il rapporto tra patrimonio netto del gruppo rispetto al patrimonio netto della capogruppo; un

indice pari ad uno significa che non esistono soci di minoranza, un indice maggiore di uno indica la presenza di azionisti terzi all'interno del gruppo, più l'indice è elevato più parte del patrimonio del gruppo appartiene ad azionisti terzi.

Il gruppo Ario mostra una leva azionaria piuttosto modesta (il patrimonio netto di azionisti terzi è basso) e in lieve diminuzione rispetto all'esercizio 1993 a causa di un leggero aumento

Tavola 6
Il quadro di riferimento per la definizione della redditività del gruppo Ario(*)



EQUAZIONE FINANZIARIA DEL ROE
 $Roe = ((Roa - Of/Mt) \times Mt/Mp + Roa) \times Rn/R^*$

Roa = Redditività globale del capitale investito
 Of = Oneri finanziari
 Mt = Mezzi di terzi
 Mp = Mezzi propri
 R* = Reddito ante imposte e componenti straordinari
 Ro = Reddito operativo
 Ci = Capitale investito

EQUAZIONE DELLA LEVA AZIONARIA
 $Roe^* = Rn^*/Pn^* = Rn/Pn \times Pn/Pn^* \times Rn^*/Rn$

Roe* = Redditività del patrimonio della capogruppo
 Rn* = Risultato netto della capogruppo
 Rn = Risultato netto del gruppo
 Pn = Patrimonio netto del gruppo
 Pn* = Patrimonio netto della capogruppo

(*) Valori percentuali

nel patrimonio netto della capogruppo rispetto al patrimonio netto del gruppo.

L'indicatore esaminato produce un effetto di leva della redditività del gruppo ed a parità di indice di incidenza della redditività del gruppo, di cui si dirà fra breve, produce un'amplificazione della redditività del gruppo.

L'indice che misura l'incidenza della redditività della capogruppo, rispetto alla redditività del gruppo, svolge a volte un ruolo determinante nei rapporti economici e di forza contrattuale fra le imprese, in quanto misura la capacità del management della capogruppo di traslare le perdite sulle società nelle quali la controllante ha una cointeressenza minore.

Ciò si è verificato anche per il gruppo oggetto di esame, la capogruppo è riuscita ad aumentare gli utili nella controllata olandese, dove detiene una quota del patrimonio netto molto consistente, penalizzando la redditività di Ario Francia di cui invece detiene una quota di controllo inferiore, conseguentemente l'indice è aumentato passando da 0,75% allo 0,90% al 31 dicembre 1994 (Tavola 6). Maggiore è l'indice (naturalmente il massimo è uno, che indica la perfetta corrispondenza fra redditività del gruppo

e redditività della capogruppo) maggiore sarà la redditività del patrimonio netto della capogruppo rispetto al gruppo.

IL PROFILO DELLA REDDITTIVITA' DEL GRUPPO ARIO

È dall'analisi del profilo della redditività che emergono le considerazioni più preoccupanti per il gruppo.

La redditività del capitale investito globale, *Return on assets* (Roa) si è più che dimezzata, rispetto all'esercizio precedente, passando dal 24% nel 1993 al 14,30% nel 1994 (Tavola 6).

Il Roa è un indicatore che esprime l'andamento reddituale globale e si dimostra un buon indicatore quando è utilizzato nella prima fase di un processo di analisi, quando cioè si vuole formulare un giudizio sulla redditività complessiva del gruppo aziendale.

Nel gruppo Ario la diminuzione di tale indice risulta in parte giustificabile con l'aumento del capitale investito (5.700 milioni di nuovi investimenti e 1.400 milioni di variazione relativa all'aumento delle rimanenze e dei crediti commerciali), che ha prodotto una diminuzione del tasso di rigiro del capitale investito, passato dall'1,50% al 1,10% nel 1994, in parte invece è conseguente alla diminuzione

del rapporto reddito operativo sul fatturato, *Return on sales* (Ros).

La nuova configurazione di costo, adottata per la valutazione delle rimanenze (full costing), che ha rinviato ai prossimi esercizi parte dei costi aziendali, determinando un aumento del reddito operativo nell'esercizio in corso, non è stata sufficiente a compensare la diminuzione dei margini di contribuzione sui prodotti venduti dal gruppo (come potrebbe agevolmente essere mostrato dalla analisi del conto economico consolidato riclassificato e percentualizzato).

È proprio nella diminuzione dei margini sui prodotti venduti che il gruppo presenta il punto di debolezza più critico.

In effetti la differenza fra *Return on assets* (Roa) e *costo dei mezzi di terzi* (Of/Mt) presentata all'interno della prima parentesi dell'equazione finanziaria del Roe (Tavola 6), è divenuta veramente esigua (0,05 al 31 dicembre 1994).

Un'altra piccola diminuzione del Roa e/o un piccolo aumento del costo dei mezzi di terzi provocherebbe, anche per l'elevato grado assunto della *leva finanziaria semplice* (Mt/Mp) al 31 dicembre 1994, un significativo peggioramento del profilo economico del gruppo.