



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**ANALISI ECONOMICO – FINANZIARIA: IL
CASO DELLA FIORINI INTERNATIONAL SPA**

**ECONOMIC - FINANCIAL ANALYSIS: THE
CASE OF THE FIORINI INTERNATIONAL SPA**

Relatore:
Prof. Guido Paolucci

Rapporto Finale di:
Arianna Petrolati

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

Premessa.....	5
1. L'analisi economico – finanziaria	7
2. Gli strumenti per la valutazione dell'equilibrio economico – finanziario dell'impresa	10
2.1 Nozioni introduttive	10
2.2 La riclassificazione dello Stato Patrimoniale	12
2.2.1 Riclassificazione secondo il criterio finanziario	13
2.2.2 Riclassificazione secondo il criterio funzionale	16
2.3 La riclassificazione del Conto economico	20
2.3.1 Riclassificazione a valore e costo della produzione	21
2.3.2 Riclassificazione a costo del venduto e ricavi	22
2.3.3 Riclassificazione a valore aggiunto e margine operativo lordo	23
2.3.4 Riclassificazione a margine di contribuzione	25
3. Indici di bilancio per l'analisi della redditività	26
3.1 ROE: Rendimento del capitale proprio	26
3.2 ROI: Rendimento del capitale investito	29
3.3 TIGEC: Tasso di incidenza della gestione extra caratteristica	32
3.4 ROD: Costo dell'indebitamento	34
3.5 ROS: Redditività delle vendite	36
3.6 Indice di produttività/rotazione del capitale investito	36
3.7 EBITDA (MOL) ed EBIT (ROG)	37
3.8 La leva operativa	39
4. Il Rendiconto Finanziario	43
4.1 Flusso di cassa della gestione operativa	45
4.2 Flusso di cassa dell'attività di investimento	47
4.3 Flusso di cassa dell'attività di finanziamento	48
5. Un caso pratico: La Fiorini International Italia SPA	50
5.1 Analisi dei bilanci del gruppo nel periodo 2019-2020	51
5.1.1 Prospetti di Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario della società, biennio 2019-2020	51
5.1.2 Valutazioni degli indici reddituali di bilancio	57

Ringraziamenti

PREMESSA

Il principale obiettivo di questo lavoro è descrivere un sistema di analisi basato sui valori di bilancio.

La relazione si sviluppa con l'introduzione, nel capitolo I, del tema dell'*analisi economico finanziaria*, proseguendo poi, nel capitolo II, con un riferimento alle strutture formali di *classificazione* dei valori in bilancio e nel capitolo III, con la predisposizione di un sistema di *indicatori di bilancio* per l'analisi della redditività.

In seguito, nel capitolo IV è presentato *il rendiconto finanziario*, le sue principali peculiarità e in special modo i tre flussi di cassa che lo caratterizzano: la gestione operativa, l'attività d'investimento e l'attività di finanziamento.

Nell'ultimo capitolo si è cercato di rendere applicabili i concetti teorici attribuendoli ad un caso concreto: partendo dalla descrizione di un'azienda operante nel settore delle fabbricazioni e realizzazioni di imballaggi di carta ad uso industriale e commerciale nel biennio 2019-2020 e continuando poi con un'analisi comparativa interaziendale. L'obiettivo di tale analisi è determinare l'andamento della gestione.

Capitolo primo

L'ANALISI ECONOMICO – FINANZIARIA

L'analisi economico-finanziaria è una tra le tecniche più diffuse per analizzare le dinamiche della gestione al fine di fornire una serie di indizi e sintomi che starà poi al soggetto, che conduce l'analisi, interpretare per giungere ad una valutazione sulla performance conseguita e prospettica.

L'analisi della performance aziendale si fonda, infatti, su alcune dimensioni che permettono di analizzare la gestione aziendale, sebbene unitaria nel tempo e nello spazio, che coprono:

- l'aspetto reddituale, che ha come oggetto la verifica della capacità di un'azienda di produrre reddito;
- l'aspetto finanziario, che riguarda la valutazione della capacità di un'azienda di rispondere in modo tempestivo ed economico agli impegni finanziari richiesti dallo svolgimento della gestione;
- l'aspetto patrimoniale, che riguarda la relazione tra le attività e le passività, e quella tra capitale proprio (netto) e capitale di debito derivante dalle scelte di natura finanziaria.

Con l'analisi economica della gestione si vuole quindi rispondere a domande del tipo: l'azienda è stata in grado di remunerare in modo adeguato il capitale conferito dai soci anche in relazione a investimenti alternativi che un investitore

potrebbe effettuare? Come si modificano nel tempo le risorse finanziarie complessive a disposizione? In che modo l'azienda sarà in grado di finanziare gli investimenti necessari a mantenere la propria capacità reddituale? E molte altre ancora. Le relazioni tra questi aspetti complementari sono molteplici: una buona situazione reddituale può portare sistematicamente a rientri di risorse finanziarie adeguate a permettere il rinnovamento degli impianti senza per questo ricorrere a risorse finanziarie esterne; una situazione patrimoniale debole (azienda indebitata) determina l'impossibilità di accedere al mercato finanziario limitando la possibilità di effettuare investimenti, con effetti negativi sullo svolgimento dei processi produttivi e quindi sulla dimensione economica; una situazione di liquidità compromessa può portare a difficoltà nello svolgimento dei processi produttivi (pagamenti in ritardo ai fornitori, ai lavoratori), nei rapporti con i clienti (i pagamenti vengono richiesti più velocemente), nei rapporti con le banche (si utilizza lo scoperto di conto corrente in modo sistematico). Una volta individuato un insieme di dati e d'informazioni che in prima approssimazione si ritengono rilevanti, vi sono le fasi dell'elaborazione per un adeguato raggiungimento degli obiettivi di analisi che possono essere così schematizzate:

- 1) Riclassificazione del bilancio sia nella situazione patrimoniale che economica;

- 2) Determinazione degli indici di bilancio;
- 3) Creazione di un sistema di coordinamento degli indici di bilancio e loro raffronto temporale e spaziale;
- 4) Lettura e analisi interpretativa delle condizioni di equilibrio.

Naturalmente, le fasi così schematicamente individuate, non sono asetticamente e astrattamente consequenziali ma tra loro strettamente interdipendenti.

Capitolo secondo

GLI STRUMENTI PER LA VALUTAZIONE DELL'EQUILIBRIO ECONOMICO-FINANZIARIO D'IMPRESA

2.1 Nozioni introduttive

L'attività di analisi delle condizioni storiche, attuali e prospettive di equilibrio di medio-lungo termine di un'azienda sul piano reddituale, patrimoniale e finanziario mediante l'uso della tecnica degli indici richiede che l'analista, ancor prima di scegliere i quozienti da impiegare e di calcolarne il valore, provveda a "riclassificare" i bilanci.

La riclassificazione, tipicamente, consiste in un processo che mira a rielaborare i prospetti di Stato Patrimoniale e di Conto Economico in modo che essi si presentino secondo forme e strutture adattate allo scopo conoscitivo, di volta in volta perseguito con l'indagine, che interessa sia l'entità del patrimonio, la composizione e la correlazione tra gli elementi attivi e passivi che lo compongono, sia la consistenza del reddito e la dinamica che ha caratterizzato il suo processo di formazione.

Per quanto appena argomentato, è evidente che il tema della riclassificazione assume un notevole rilievo, considerando che la riallocazione delle poste di bilancio deve essere attuata dall'analista secondo modalità in linea con lo scopo

della sua ricerca: il calcolo degli indicatori che scaturirà dal tipo di riclassificazione prescelta per lo Stato Patrimoniale e il Conto Economico costituirà infatti un importante – anche se non esclusivo – punto di riferimento per la formulazione del suo giudizio sul complessivo “stato di salute” dell’impresa. In altri termini, se da un lato i possibili schemi di riclassificazione dei due prospetti sono astrattamente individuabili in termini generali, dall’altro la scelta fra gli schemi adottabili dipende non solo dalle informazioni di cui l’analista dispone per procedere alla riclassificazione, ma anche e soprattutto dall’obiettivo che mediante l’impiego degli indici egli intende raggiungere. Ogni analista può elaborare i propri schemi di riclassificazione allo scopo di evidenziare, in base al proprio specifico orientamento, le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie che ritiene determinanti, o, comunque, maggiormente significative per esprimere il proprio parere sullo standing dell’impresa.

Alla luce di quanto evidenziato, gli schemi di riclassificazione si presentano fortemente diversificati sulla base delle scelte operate dall’analista. Nonostante le possibili strutture di riclassificazione eleggibili siano molteplici, è comunque possibile individuare, con approssimazione, le caratteristiche comuni che queste strutture presentano.

2.2 La riclassificazione dello Stato Patrimoniale

Lo Stato Patrimoniale redatto secondo il modello adottato dal Codice civile (art. 2424) si presenta con uno schema che solo in parte consente di effettuare un'analisi volta all'espressione di un giudizio sullo stato di salute economico-finanziaria dell'impresa.

La necessità di procedere alla riclassificazione dello Stato Patrimoniale civilistico, ossia di disporre le voci in cui si articola tale prospetto secondo criteri logici che risultino in linea con gli specifici scopi conoscitivi dell'analista, discende proprio dall'esigenza di rielaborare i dati e le informazioni contenuti nello Stato Patrimoniale secondo chiavi di lettura diverse rispetto a quelle adottate dal legislatore, che permettano di individuare le grandezze economiche alla base del calcolo degli indici prescelti dal professionista.

Nell'ambito dei possibili metodi di riclassificazione dello Stato Patrimoniale si individuano i seguenti:

- Riclassificazione secondo il criterio finanziario;
- Riclassificazione secondo il criterio funzionale (o di pertinenza gestionale).

2.2.1 Riclassificazione secondo il criterio finanziario

Per quanto concerne lo Stato Patrimoniale, una prima forma di riclassificazione è quella basata sul criterio finanziario.

Tale criterio muove dall'assunzione della coincidenza fra la durata del ciclo operativo aziendale e l'anno solare (il cosiddetto "breve periodo") e riclassifica le voci contenute nel prospetto civilistico secondo il criterio della liquidità per le poste dell'attivo e dell'esigibilità per quelle del passivo. Il "ciclo operativo" aziendale individua l'arco temporale che intercorre, per le imprese industriali, fra il momento dell'acquisto delle materie prime e dei servizi che saranno impiegati nel processo produttivo dell'azienda e quello dell'incasso dei crediti sorti per effetto del conseguimento dei ricavi di vendita.

Sulla base del criterio finanziario è possibile individuare le seguenti classi di valori:

- **Attivo corrente** (o "*attivo circolante*" o "*capitale di esercizio*"): comprende i fondi liquidi a disposizione dell'impresa e le risorse impiegate in investimenti che torneranno in forma liquida nel breve termine, ossia entro un arco temporale di 12 mesi. In relazione alla loro attitudine a tradursi in moneta, le attività correnti possono essere ulteriormente ripartite in:

- **Liquidità immediate:** denaro prontamente disponibile presso l'azienda o a vista presso istituti finanziari;
- **Liquidità differite:** crediti e altre attività caratterizzati da una prevedibile liquidabilità entro i 12 mesi;
- **Disponibilità:** giacenze di magazzino di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e merci;
- **Attivo fisso** (o “*attivo immobilizzato*” o “*capitale fisso*”): investimenti destinati ad essere recuperati finanziariamente nel medio-lungo termine, ossia in un arco di tempo superiore ai 12 mesi.

Le passività e il patrimonio netto vengono ordinati in ragione dei tempi mediamente previsti per il loro rimborso e della natura dei soggetti che hanno messo a disposizione dell'impresa tali risorse finanziarie.

Sulla base di questo criterio è possibile individuare le seguenti classi di valori:

- **Passivo corrente** (o “*passività correnti*” o “*debiti a breve termine*”): debiti e altre passività destinati a essere rimborsati entro i 12 mesi;
- **Passivo consolidato** (o “*passività consolidate*” o “*debiti a medio e lungo termine*”): debiti e altre passività che genereranno esborsi oltre i 12 mesi;
- **Patrimonio netto** (o “*capitale netto*” o “*capitale proprio*”): parti ideali del capitale di proprietà che è permanentemente legato all'azienda, al

netto degli importi per i quali sono già stati deliberati la distribuzione o il rimborso e del valore delle azioni proprie in portafoglio.

Le attività correnti individuano il “*capitale circolante lordo*” o “*capitale d’esercizio*”, mentre la differenza fra le attività correnti e le passività correnti costituisce “*il capitale circolante netto*”. Le attività fisse vengono indicate anche come “*capitale fisso*” o “*attivo immobilizzato*”.

La somma delle passività correnti e delle passività consolidate costituisce il “*capitale di terzi*”, in quanto comprende i finanziamenti erogati da terze economie, in forma sia diretta (debiti di finanziamento) sia indiretta (debiti di funzionamento o di regolamento). Nel capitale di terzi sono altresì ricompresi i fondi per rischi e oneri: pur non rappresentando dei veri e propri debiti, sono collegati a uscite future a favore di terzi, sia pure con diverso grado di probabilità.

Il patrimonio netto, infine, denominato anche “*capitale proprio*” o “*capitale di proprietà*”, include i conferimenti effettuati dai proprietari o da altri soggetti senza vincolo di restituzione, e gli utili non distribuiti dall’impresa, accantonati o meno in apposite riserve (riserva legale, riserva statutaria, ecc.), oltre alle riserve create contabilmente sulla base dell’applicazione di norme specifiche (ad esempio, riserve di rivalutazione, riserva negativa per azioni proprie in portafoglio, ecc.). La somma delle passività consolidate e del capitale proprio

viene indicata anche con l'espressione di "*capitale permanente*", al fine di evidenziare la sua destinazione durevole al servizio degli investimenti aziendali.

2.2.2 Riclassificazione secondo il criterio funzionale

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio funzionale fa riferimento ad una logica ispirata al principio della pertinenza gestionale, che riorganizza le voci dell'attivo e del passivo ripartendole in classi omogenee attinenti alle diverse aree nelle quali la gestione aziendale è astrattamente scomponibile:

- Area operativa;
- Area extra caratteristica (o accessoria);
- Area finanziaria;
- Area straordinaria;
- Area tributaria.

L'area operativa fa riferimento alle operazioni di gestione che pertengono direttamente allo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa esaminata, ossia che concorrono alla formazione del risultato economico riferibile al *core business* dell'impresa stessa.

L'area accessoria include gli elementi del patrimonio relativi allo svolgimento di attività complementari, non strettamente riferibili all'area caratteristica. Quest'area comprende inoltre le poste relative agli investimenti di natura finanziaria, in quanto accessori, extra caratteristici nell'ambito dell'attività aziendale.

L'area finanziaria attiene alle operazioni mediante le quali l'impresa esaminata reperisce sul mercato i mezzi necessari allo svolgimento della gestione a titolo di capitale di debito; tale area comprende, oltre alle passività, anche le attività che potrebbero generarsi nello svolgimento delle suddette operazioni.

L'area straordinaria riguarda le operazioni aventi carattere eccezionale, in quanto non riconducibili, per natura e/o frequenza di manifestazione, alle attività nelle quali si estrinseca il consueto svolgimento della gestione operativa.

L'area tributaria, infine, accoglie gli elementi patrimoniali che si generano per effetto del dispiegarsi dei rapporti intrattenuti dall'impresa con l'Amministrazione finanziaria, sulla base del regime impositivo applicabile.

La riclassificazione in base al criterio funzionale è volta a suddividere le attività e le passività in funzione delle diverse aree gestionali alle quali afferiscono. È proprio questa ripartizione che rende tale approccio utile ai fini dell'analisi di

bilancio, in quanto porta l'analista a soffermarsi sull'andamento e sulle componenti della gestione operativa, separandola da quella estranea alla gestione operativa e, in modo particolare, da quella finanziaria.

Fondamentale per il tipo di analisi in questione è la determinazione del Capitale Circolante Netto operativo o commerciale (CCNO). Il CCNO comprende principalmente, come elementi positivi, i crediti commerciali, il magazzino, gli anticipi a fornitori e i ratei e risconti attivi (di natura non finanziaria), e, come elementi negativi, i debiti commerciali, gli anticipi da clienti e i ratei e risconti passivi (di natura non finanziaria). Emerge come il CCNO non comprenda alcuna componente di natura finanziaria, anche se di breve termine. A differenza del Capitale Circolante netto nella sua accezione generale, vengono pertanto esclusi tutti i debiti e i crediti finanziari a breve termine e le quote correnti (esigibili entro i 12 mesi) dei debiti a medio-lungo termine, al fine di determinare il Capitale Circolante Netto relativo alla sola attività commerciale, separandolo da quello afferente all'attività finanziaria. Il CCNO evidenzia quindi gli investimenti netti conseguenza dell'attività commerciale e, pertanto, il fabbisogno finanziario che tali investimenti generano.

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale con il criterio funzionale evidenzia anche l'aggregato "Disponibilità monetaria netta", espresso come differenza fra le attività finanziarie a breve (cassa e banche, titoli a elevata negoziabilità –

titoli di Stato e titoli quotati sui mercati regolamentati – e crediti finanziari a breve) e le passività finanziarie a breve (finanziamenti a breve termine da banche e altri finanziatori e quote correnti su debiti di finanziamento a medio-lungo termine). La disponibilità monetaria netta, determinata quando le attività finanziarie a breve sono superiori alle passività finanziarie a breve, individua la liquidità a disposizione dell'impresa, concretamente o potenzialmente, alla fine dell'esercizio. Nel caso in cui le attività finanziarie a breve fossero inferiori rispetto alle passività finanziarie a breve, si determinerebbe un deficit nella disponibilità monetaria netta, comunemente denominato "Posizione finanziaria netta" (di breve termine). In realtà, nella prassi professionale, la Posizione Finanziaria Netta (PFN), quando non diversamente specificato, viene considerata comprensiva anche dei crediti e dei debiti finanziari a medio-lungo termine. La PFN è pertanto un indicatore generale dell'indebitamento finanziario netto complessivo dell'impresa, quell'indebitamento che dovrà essere rimborsato ai finanziatori e che è produttivo di oneri finanziari.

Sul piano teorico, la riclassificazione ispirata al criterio funzionale presenta una sua utilità informativa ai fini dell'analisi quantitativa, poiché offre all'analista la possibilità di indagare le strette correlazioni esistenti tra le diverse aree gestionali.

2.3 La riclassificazione del Conto Economico

Il Conto Economico redatto secondo il modello adottato dal Codice civile (art 2425) si presenta con uno schema che solo in parte consente di effettuare un'analisi volta all'espressione di un giudizio sullo stato di salute economico-finanziario dell'impresa.

Da un punto di vista generale, la riclassificazione del Conto Economico ha come obiettivo quello di pervenire a una riallocazione delle voci di ricavo e di costo che evidenzia, sotto i diversi profili, la dinamica del processo di formazione del reddito d'esercizio, ossia le modalità con le quali i vari componenti positivi e negativi di reddito si compenetrano tra loro per portare alla determinazione del risultato netto di periodo. In altri termini, l'indagine sulla situazione economica del soggetto esaminato non può limitarsi a considerare il valore del reddito d'esercizio in termini assoluti, ma, al contrario, deve spingersi a studiarne la composizione qualitativa e il processo di sua creazione, depurando il risultato economico di periodo da tutte le componenti atipiche o estranee all'ordinaria attività d'impresa, individuando con la necessaria precisione le diverse aree gestionali e analizzando il modo con cui ciascuna di esse ha influenzato il processo di formazione del reddito.

Lo schema di riclassificazione deve essere perciò scelto per permettere all'analista di organizzare i componenti positivi e negativi di reddito secondo

una struttura che evidenzi il concorso di ciascuna area della gestione alla formazione del risultato economico di periodo. Il Conto Economico presenta quattro modi diversi di riclassificazione:

- Riclassificazione a valore e costo della produzione;
- Riclassificazione a costo del venduto e ricavi;
- Riclassificazione a valore aggiunto e margine operativo lordo;
- Riclassificazione a margine di contribuzione.

2.3.1 Riclassificazione a valore e costo della produzione

Lo schema di Conto economico che si ottiene da una riclassificazione a valore e costo della produzione si presenta apparentemente in linea con quello proposto dal legislatore civilistico, ma da esso si differenzia, in quanto evidenzia separatamente il risultato economico della gestione caratteristica, sia rispetto a quello della gestione accessoria, sia rispetto a quello della gestione straordinaria, al fine di dettagliare i costi e i ricavi che concorrono alla formazione del reddito operativo.

Rispetto al modello civilistico, tale riclassificazione, permette l'emersione del risultato operativo netto (MON) o "reddito operativo caratteristico" (ROC) che, fornendo una misura dell'efficienza dell'impresa nello svolgimento della

propria attività tipica, rappresenta il necessario punto di partenza per qualsiasi analisi sul suo profilo reddituale.

Un'altra grandezza utile all'indagine quantitativa è rappresentata dal risultato ordinario ante oneri finanziari o “reddito operativo globale” (ROG o EBIT). Si tratta di un margine reddituale particolarmente significativo per il compimento di successive elaborazioni, poiché fornisce una misura del grado di redditività complessiva delle diverse forme di investimento (operativa, accessoria e finanziaria) realizzate dall'azienda, che prescinde dalle scelte effettuate dalla Direzione in tema di leva finanziaria, ossia in termini di arbitraggio tra fonti finanziarie interne (mezzi propri) o esterne (capitale di terzi).

2.3.2 Riclassificazione a costo del venduto e ricavi

Una seconda modalità di riclassificazione del Conto Economico impiegata ai fini dell'analisi per indici è quella a “costo del venduto e ricavi”.

Tale tipo di riclassificazione si differenzia rispetto alla precedente in quanto i costi dell'area operativa vengono ordinati secondo un criterio per destinazione anziché per natura, mettendo a confronto non i ricavi e i costi della produzione ottenuta, ma i ricavi e i costi della produzione venduta nel corso dell'esercizio.

L'utilità di tale tipo di riclassificazione è determinata dal fatto che essa giunge all'individuazione di un margine, il risultato lordo industriale, con cui è

possibile misurare la quantità di risorse delle quali l'azienda può disporre per far fronte ai restanti costi operativi non collegati al processo produttivo in senso stretto (ad esempio spese commerciali, spese amministrative, ecc.) e ai costi di gestione finanziaria, accessori e fiscali.

Ne consegue che la riclassificazione a costo del venduto e ricavi è da ritenersi particolarmente significativa per effettuare un'analisi separata fra l'efficienza della gestione dell'attività produttiva, da un lato, e quella dell'attività amministrativa e commerciale, dall'altro.

2.3.3 Riclassificazione a valore aggiunto e margine operativo lordo

La riclassificazione a valore aggiunto e margine operativo lordo si basa sulla distinzione tra ricavi e costi, relativi, da un lato, a fattori produttivi esterni, dall'altro, a fattori produttivi interni all'impresa.

Tale tipo di riclassificazione oltre a mettere in evidenza il risultato netto della gestione operativa (MON) e il risultato ordinario ante oneri finanziari (EBIT), individua altri due margini indicativi dello stato di salute del soggetto esaminato: il valore aggiunto e il margine operativo lordo.

Il valore aggiunto è ottenuto sottraendo dal valore della produzione di derivazione civilistica i costi operativi sostenuti per l'acquisto dei fattori produttivi che hanno origine esterna rispetto all'impresa, tipicamente

rappresentati dai consumi di materie prime e dalle spese per servizi: esso costituisce, pertanto, la misura del valore incrementale che l'impresa è in grado di infondere ai propri prodotti e servizi rispetto a quello già contenuto nelle risorse reperite al di fuori della proprio struttura. Il valore aggiunto assume un ulteriore ruolo segnaletico che individua il processo di sua distribuzione in favore di:

- Dipendenti (costo del lavoro);
- Struttura tecnico-produttiva (ammortamenti);
- Finanziatori esterni (oneri finanziari);
- Stato (oneri tributari);
- Soci/Azionisti (utile netto).

Il secondo aggregato che emerge da questa riclassificazione è il margine operativo lordo (MOL o EBITDA), che è utile ai fini dell'analisi quantitativa, per la sua valenza informativa non solo sotto il profilo strettamente reddituale, ma anche sotto il profilo finanziario. In termini economico-reddituali, il margine operativo lordo fornisce una misurazione del risultato della gestione caratteristica calcolato al lordo di ammortamenti e accantonamenti e, per tale ragione, risulta particolarmente significativo ai fini delle comparazioni spaziali e temporali.

2.3.4 Riclassificazione a margine di contribuzione

Un'ultima configurazione impiegata nella riclassificazione del Conto Economico è quella a “margine di contribuzione”, basata sulla ripartizione dei costi della gestione operativa in “costi fissi” e “costi variabili”.

La riclassificazione a margine di contribuzione è rilevante in sede di *break even analysis*, ma non è altrettanto utile in occasione di analisi incentrate sull'aspetto finanziario della gestione.

La redazione dello schema riclassificato non sempre è agevole per l'analista esterno, in quanto richiede la disponibilità di dati di contabilità industriale che sono difficilmente accessibili a soggetti non operanti all'interno dell'azienda. Per una corretta elaborazione della riclassificazione a margine di contribuzione è necessario che essa sia realizzata da un soggetto operante nell'ambito dell'azienda o che, comunque, abbia un accesso diretto ai dati e alle informazioni di contabilità analitica.

Infine, tale riclassificazione è utile anche al fine della determinazione della leva operativa.

Capitolo terzo

INDICI DI BILANCIO PER L'ANALISI DELLA REDDITIVITÀ

L'aspetto primario della gestione dell'impresa è certamente quello reddituale, in quanto la sua capacità di mostrare una situazione di sostanziale equilibrio economico, con risultati tendenzialmente in linea con le caratteristiche del proprio settore di appartenenza e con il rendimento offerto dalle forme alternative di impiego disponibili nel mercato, costituisce una condizione imprescindibile per la sua sopravvivenza e il suo sviluppo.

La valutazione dal punto di vista reddituale di un'impresa presuppone l'esame dei dati relativi a una pluralità di esercizi.

In ordine agli indicatori finalizzati all'analisi reddituale, gli indici di bilancio solitamente impiegati assumono la forma di indici-quotienti che mettono a confronto una data configurazione del reddito aziendale con il capitale che ha concorso alla formazione di tale reddito.

3.1 ROE: Rendimento del capitale proprio

Il **ROE (Return on Equity)** costituisce il capostipite degli indici di redditività ed è dato dal rapporto tra il risultato netto dell'esercizio e il capitale proprio dell'impresa. Tale indice assume la seguente formulazione:

$$\text{Reddito netto (RN)} / \text{Patrimonio Netto (PN)} = \text{ROE}$$

Il ROE assolve ad una funzione segnaletica fondamentale, poiché fornisce, in prima approssimazione, la misura del complessivo rendimento che, al netto delle imposte, le risorse direttamente investite dai soci producono a seguito dell'attività di gestione. Tale indice è impiegato per verificare la capacità dell'impresa di assicurare alla proprietà un rendimento dei mezzi propri allineato a quello del settore economico in cui opera.

Per quanto concerne la modalità di calcolo, affinché il ROE possa essere dotato di sufficiente capacità informativa, è opportuno che l'analista riservi adeguata attenzione ai valori prescelti sia per il numeratore sia per il denominatore del rapporto.

Con riguardo al numeratore, il valore del reddito utilizzato dovrebbe essere riportato al netto del risultato della gestione straordinaria, in modo che il ROE possa fornire una misura dell'economicità aziendale non influenzata da componenti di costo e ricavo derivanti da eventi non ripetibili e/o aventi carattere eccezionale. In altri termini è opportuno che si faccia riferimento al cosiddetto "ROE normalizzato", ossia quella particolare configurazione dell'indice che si ottiene sottraendo dal reddito netto il risultato della gestione straordinaria (depurato delle relative imposte), e si divida il tutto per il valore dei mezzi propri. Nella sostanza, il ROE normalizzato consente di quantificare

il rendimento “ordinario” del capitale di rischio, laddove il ROE non normalizzato evidenzia il rendimento “complessivo” del capitale di rischio.

Un’ulteriore configurazione del ROE alla quale si fa spesso ricorso nell’analisi di bilancio è quella del “ROE lordo”, ottenuto rapportando il reddito lordo d’imposta al capitale proprio. Tale configurazione del ROE risulta particolarmente utile per effettuare comparazioni spaziali e temporali in situazioni in cui sussistono rilevanti differenze in termini di regime impositivo vigente o aliquota d’imposta applicata.

Per quanto concerne il denominatore del ROE, il valore dei mezzi propri può essere determinato adottando più soluzioni fra loro alternative, ciascuna delle quali caratterizzata da un diverso livello di sofisticazione e, di conseguenza, in grado di incidere sulla capacità segnaletica dell’indice. Più in dettaglio, il valore del capitale proprio può essere posto pari:

- I. Al valore di inizio periodo, comprensivo del reddito netto dell’esercizio precedente, se non oggetto di distribuzione;
- II. Al valore di fine periodo, non comprensivo del reddito netto dell’esercizio;
- III. Alla media aritmetica semplice tra il valore di inizio periodo e quello di fine periodo;

IV. Alla media dei valori assunti dai mezzi propri nel corso del periodo, ponderati per le rispettive durate di permanenza in azienda.

Infine, ulteriori varianti nel calcolo del denominatore del ROE sono applicate sottraendo al valore del patrimonio netto quello di specifiche poste che compaiono nell'attivo dello Stato Patrimoniale, come i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti e i costi pluriennali compresi nelle immobilizzazioni immateriali. Si tratta di poste la cui presenza tende a ridurre la consistenza del patrimonio netto, che dovrebbe essere quindi depurato dei relativi corrispondenti valori.

3.2 ROI: Rendimento del capitale investito

Il secondo quoziente fondamentale nell'analisi reddituale è rappresentato dal **ROI (Return on Investment)** ed è calcolato come rapporto tra il risultato operativo e il totale del capitale investito nell'azienda. In formula:

$$\text{Risultato Operativo (RO) / Capitale Investito (CI) = ROI}$$

Tale indice di redditività, poiché confronta il risultato economico riveniente dalla gestione caratteristica con il complesso dei mezzi finanziari investiti nell'azienda, siano essi capitali di rischio o di credito, permette di valutare il rendimento globale per gli investitori generato dall'attività tipica aziendale.

Una corretta costruzione di tale indice richiede di disporre:

- Al numeratore, il reddito operativo netto o margine operativo netto (MON), ossia il reddito conseguito dall'impresa mediante lo svolgimento della propria attività tipica, non comprensivo pertanto dei componenti positivi e negativi di reddito attinenti alla gestione accessoria;
- Al denominatore, il capitale (sia proprio sia di terzi) investito nella gestione caratteristica, ottenuto, in via indiretta, depurando il totale dell'attivo di bilancio da tutti gli investimenti aventi natura accessoria, ovvero, in via diretta, dallo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio di pertinenza gestionale.

Le obiettive difficoltà che si incontrano nella separazione dei ricavi, dei costi e degli investimenti di natura accessoria da quelli tipici o caratteristici inducono spesso l'analista esterno a determinare il ROI ponendo:

- Al numeratore non il risultato operativo netto (MON) ma l'EBIT, che se ne differenzia per il fatto di includere, oltre al risultato operativo caratteristico, anche il saldo della gestione extra caratteristica o accessoria;
- Al denominatore l'ammontare complessivo del capitale investito nell'azienda, pari al totale dell'attivo di bilancio.

L'indice così calcolato, denominato ROA (Return on Assets), per quanto generalmente considerato coincidente con il ROI, ha evidentemente una minore valenza informativa quando lo scopo dell'analisi è proprio quello di misurare la redditività dell'attività tipica dell'impresa.

Qualora l'analista disponga di strumenti informativi sufficienti per operare la separazione dei ricavi, dei costi e degli investimenti di natura accessoria da quelli tipici, talvolta la determinazione del ROI è integrata con il calcolo di un ulteriore indicatore, detto "Tasso di rendimento del capitale extra caratteristico", costruito rapportando il reddito generato dall'attività accessoria al capitale investito esclusivamente ai fini dello svolgimento di tale attività. In formula:

$$\text{Reddito Accessorio (RA) / Capitale investito nell'attività accessoria (CA) =} \\ \text{Tasso di rendimento del capitale extra caratteristico}$$

Tale quoziente consente di ottenere elementi di giudizio proficuamente impiegabili per la valutazione dell'opportunità di eliminare investimenti extra caratteristici, riducendo contemporaneamente le risorse finanziarie impiegate nell'azienda, con conseguente diminuzione del peso degli oneri finanziari, o destinando le risorse così liberate in investimenti caratteristici.

3.3 TIGEC: Tasso di incidenza della gestione extra caratteristica

Alternativo al tasso di rendimento del capitale extra caratteristico, e dotato di analoga capacità segnaletica, in quanto espressione della redditività delle aree di gestione diverse da quella operativa, è il “Tasso di incidenza della gestione extra caratteristica” o “TIGEC”. Tale indicatore, determinato rapportando il reddito netto al risultato della gestione operativa, assume la seguente formulazione:

$$\text{Reddito Netto (RN) / Reddito Operativo (RO) = TIGEC}$$

Questo ulteriore quoziente presenta il pregio di poter essere agevolmente determinato anche da un analista esterno.

La capacità dell’impresa di produrre nuova ricchezza mediante lo svolgimento della propria attività tipica è solitamente misurata confrontando il valore del ROI con quello degli oneri sostenuti per la disponibilità delle risorse finanziarie che, impiegate nell’attività aziendale, hanno determinato la redditività operativa. Il confronto può essere effettuato rapportando il ROI al costo medio ponderato del capitale aziendale, sintetizzato dal WACC (Weighted Average Cost of Capital) e calcolato in base alla seguente formulazione:

$$\text{WACC} = k_d * (1-t) * \frac{D}{E+D} + k_e * \frac{E}{E+D}$$

$kd*(1-t)$ = costo del debito al netto della fiscalità (tasso di interesse pagato al netto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari)

D = valore del debito gravato da interessi

E = valore dell'Equity (patrimonio netto)

k_e = costo del capitale proprio o di rischio

$D/(D + E)$ = peso del capitale di terzi sul totale delle fonti

$E/(D + E)$ = peso del capitale proprio sul totale delle fonti

In termini di costo, se da un lato l'indebitamento finanziario incide negativamente sul Conto Economico mediante gli oneri finanziari in misura pari al tasso di interesse applicato, dall'altro tale indebitamento genera un risparmio d'imposta dovuto alla deducibilità fiscale di quegli stessi oneri finanziari. In generale, l'impresa produce valore soltanto nell'ipotesi in cui il ROI risulti maggiore del costo medio ponderato delle risorse finanziarie (proprie o di terzi) impiegate per ottenerlo.

Sul piano pratico, le difficoltà che si incontrano in sede di calcolo del WACC fanno propendere per il confronto tra ROI e ROD.

3.4 ROD: Costo dell'indebitamento

Il ROD è un indice che esprime il rapporto tra gli oneri finanziari sostenuti dall'azienda e i debiti che li hanno generati, determinando il grado medio di onerosità del capitale di terzi. In formula:

$$\text{Oneri finanziari (Of) / Capitale di Terzi di natura finanziaria (CT) = ROD}$$

L'equilibrio economico dell'impresa è tanto più evidente quanto più il ROI risulta maggiore del ROD, ossia quanto più la redditività globale del capitale investito riesce a far fronte al costo del capitale reperito presso finanziatori esterni. La propensione di un qualsiasi istituto di credito a concedere finanziamenti all'impresa è dunque tanto maggiore quanto più il ROI è superiore al costo medio dell'indebitamento espresso dal ROD.

Possiamo pertanto dire che la redditività dei mezzi propri impiegati nell'impresa, e sintetizzata dal ROE, può essere espressa in funzione di tre variabili: la redditività del capitale complessivamente investito (ROI), il costo medio del capitale di terzi (ROD) e il grado di indebitamento dell'impresa, calcolato come rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio. La citata relazione è sintetizzata dalla seguente formula:

$$\text{ROE} = \left[\text{ROI} + (\text{ROI} - \text{ROD}) (\text{Capitale di Terzi/Capitale Proprio}) \right] (1-\alpha)$$

dove α rappresenta l'aliquota fiscale media applicata all'impresa.

Dalla formula esplicitata emerge la modalità con cui opera il cosiddetto “*effetto leverage*”, noto anche come fenomeno della leva finanziaria: se esiste una differenza positiva tra ROI e costo del capitale di terzi (ROD), aumentando il ricorso all’indebitamento, ossia sostituendo il capitale di credito ai mezzi propri, l’impresa ottiene una crescita del ROE tanto maggiore quanto più consistente risulta la differenza positiva tra ROI e ROD, in quanto i mezzi propri vengono a beneficiare del divario positivo esistente tra il reddito operativo ascrivibile al capitale di credito e gli oneri finanziari a quest’ultimo relativi.

Quanto più la redditività delle risorse finanziarie complessivamente investite nell’azienda è superiore al costo medio del capitale di terzi, tanto più un finanziatore esterno sarà incentivato a concederle prestiti per permetterle di espandere la sua attività mediante la realizzazione di nuovi investimenti, poiché “l’effetto leva” che ne consegue accrescerà il ROE, contribuendo a rafforzare l’equilibrio economico dell’azienda stessa e, con esso, la sua capacità di mantenersi solvibile verso lo stesso finanziatore; da parte dell’impresa, una differenza positiva fra ROI e ROD costituisce un incentivo all’indebitamento, in quanto ne consegue un incremento della redditività.

3.5 ROS: Redditività delle vendite

Il **ROS (Return on Sales)** rappresenta la prima determinante del ROI. È un indicatore dato dal rapporto tra il risultato operativo e il valore dei ricavi di vendita realizzati dall'azienda nell'esercizio considerato ed esprime il tasso di rendimento delle vendite da cessione sul mercato dei beni e servizi prodotti. La formulazione è la seguente:

$$\text{Risultato operativo (RO) / Ricavi di vendita (RV) = ROS}$$

3.6 Indice di produttività/rotazione del capitale investito

La seconda ed ultima determinante del ROI è l'indice di produttività del capitale investito. Questo secondo indicatore, anche noto come indice di rotazione del capitale investito o *Turnover* degli investimenti, è dato dal rapporto tra il valore delle vendite realizzate e il capitale investito nell'azienda considerata e misura la capacità dell'azienda di generare ricavi sulla base di un dato capitale investito, calcolando il numero delle volte in cui tale capitale viene recuperato mediante le vendite. In formula:

$$\text{Vendite nette (VN) / Capitale investito netto (CN) = Indice di produttività del} \\ \text{capitale investito}$$

Osservando il modo in cui ROS e *Turnover* del capitale investito si combinano tra loro a formare il ROI, si può stabilire se e in che misura l'impresa, rispetto

ai propri concorrenti, è in grado di raggiungere risultati operativi soddisfacenti puntando sul conseguimento di consistenti margini per unità di prodotto (redditività delle vendite) o su un elevato volume delle vendite per unità di tempo rapportato al capitale investito (produttività del capitale investito).

3.7 EBITDA (MOL) ed EBIT (ROG)

L'EBITDA (MOL) e l'EBIT (ROG) sono grandezze indispensabili per fornire giudizi sull'effettiva *performance* aziendale e sul valore dell'impresa, giudizi che non è possibile esprimere con la semplice e indipendente osservazione del reddito netto.

In generale, nel caso di imprese che, in presenza di caratteristiche simili dal punto di vista di dimensione e di attività, si differenziano con riguardo alla *performance* operativa e alle strategie finanziarie adottate, risulta utile il ricorso all'analisi del risultato ordinario ante oneri finanziari o “reddito operativo globale” (ROG) o “EBIT”. Tale aggregato fornisce una misura del grado di redditività complessiva delle diverse forme di investimento realizzate dall'azienda, che prescinde dalle scelte effettuate dal Management in termini di struttura delle fonti finanziarie, ripartite tra fonti interne (mezzi propri) e fonti esterne (capitale di terzi).

A questo riguardo, un indice calcolato in sede di analisi è rappresentato dal rapporto tra EBIT e oneri finanziari. Tale indicatore esprime la capacità di copertura degli oneri finanziari da parte dell'EBIT e dovrà assumere valori superiori a 1, in modo da evidenziare un margine positivo riveniente dalla gestione ordinaria in senso lato, in rapporto ai costi relativi alla gestione finanziaria passiva.

Dal punto di vista dell'analisi finanziaria e, in particolare, della valutazione della capacità di un'azienda di garantire la copertura degli oneri finanziari relativi ai finanziamenti ricevuti da terzi, il margine operativo lordo (MOL), o EBITDA, rappresenta uno strumento più efficace rispetto all'EBIT, in quanto gli elementi positivi e negativi di reddito che concorrono a formare l'EBITDA rappresentano tutti ricavi e costi di natura monetaria, quelli che per loro natura generano variazioni finanziarie. Tale preferenza deriva dal fatto che le quote di ammortamento e gli accantonamenti per svalutazioni rappresentano costi che, pur incidendo negativamente sull'EBIT, non determinano uscite di liquidità per l'azienda. Pertanto, questo margine rappresenta uno strumento per analizzare le modalità con le quali la gestione operativa ha contribuito, nel corso dell'esercizio, a generare all'interno dell'azienda la liquidità necessaria alla copertura degli oneri finanziari. Sinteticamente, un più elevato EBITDA evidenzia una maggiore capacità dell'impresa di ottenere una "redditività

operativa monetaria”. In questo caso un importante indice calcolato dall’analista è dato dal rapporto fra EBITDA e oneri finanziari.

In conclusione, il maggior valore dell’EBITDA rispetto all’EBIT, dovuto alla presenza degli ammortamenti, rappresenta un margine di sicurezza impiegabile dall’impresa per il pagamento degli interessi, ma solo qualora l’EBIT si riveli temporaneamente insufficiente per la loro copertura e, comunque, solo per brevi periodi.

3.8 La leva operativa

Un profilo di analisi particolarmente utile ai fini dell’espressione di un giudizio in merito all’equilibrio economico dell’impresa attiene alla tematica della leva operativa.

L’indagine dell’analista, in questo caso, si concentra sulla parte alta del Conto Economico riclassificato a “margine di contribuzione”. L’attenzione si focalizza sulle componenti del reddito operativo, ossia su ricavi e costi relativi all’area della gestione caratteristica, distinguendo i costi operativi secondo la fondamentale ripartizione in costi variabili e costi fissi.

Lo studio della leva operativa si sostanzia nella misurazione della sensibilità (elasticità) del reddito operativo rispetto al fatturato e si concretizza nel calcolo

di un indicatore, dato dal rapporto tra la variazione relativa del reddito operativo e la variazione relativa dei ricavi di vendita. In formula:

$$\frac{(\Delta \text{Reddito operativo} / \text{Reddito operativo})}{(\Delta \text{Fatturato} / \text{Fatturato})} = \text{Leva operativa}$$

In termini generali, possiamo affermare che le società che sono caratterizzate da una maggiore incidenza dei costi fissi sul totale dei costi operativi presentano una maggiore sensibilità del reddito operativo all'incremento del fatturato (grado di leva operativa maggiore), rispetto ad altre che hanno una struttura dei costi operativi contraddistinta da una maggiore incidenza di costi variabili. Il grado di leva operativa risulterà, pertanto, tanto maggiore quanto superiore è il peso dei costi fissi sul totale dei costi operativi.

In alternativa rispetto alla formula vista in precedenza, la leva operativa può essere ugualmente calcolata come rapporto fra il margine di contribuzione e il reddito operativo.

È significativo rilevare come, da un punto di vista di analisi dell'equilibrio economico dell'impresa, l'esame della leva operativa da parte del professionista si possa combinare con quello della leva finanziaria, in quanto le due leve risultano collegate tra loro sotto molteplici profili.

In primo luogo, leva operativa e leva finanziaria operano in modo complementare, in quanto le scelte operate dall'impresa relativamente alla prima sono in grado di influenzare quelle inerenti alla seconda: la leva operativa orienta le decisioni dell'impresa in sede di progettazione di una conveniente struttura produttiva, portandola a adottare una specifica configurazione dei costi operativi volta alla massimizzazione del ROI; al contrario, la leva finanziaria attiene all'impostazione della struttura finanziaria più conveniente per la massimizzazione del ROE.

In secondo luogo, la leva operativa fornisce una misura del rischio operativo della gestione, che è funzione, da un lato, dell'efficienza interna dell'impresa, e dall'altro, dell'elasticità della struttura produttiva aziendale. La leva finanziaria, invece, fornisce una misura del rischio finanziario della gestione, ossia del rischio riconducibile al maggiore o minore ricorso dell'impresa all'indebitamento e alla sua conseguente capacità di far fronte agli impegni di rimborso assunti verso i finanziatori esterni.

Infine, la leva operativa, per come è costruita, determina il ROI, che ne costituisce un indicatore di sintesi. Il ROI, scaturendo dal rapporto fra reddito operativo e capitale investito, è influenzato, sia nel numeratore sia nel denominatore, dagli elementi costitutivi della leva operativa: il reddito operativo, da un lato, e la struttura produttiva rappresentata dal capitale

investito, dall'altro. Al contrario, la leva finanziaria determina il rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio (*leverage*), che indica il grado di esposizione finanziaria dell'impresa verso i terzi. Il collegamento fra leva operativa e leva finanziaria può essere formalizzato dalla seguente relazione, già evidenziata in precedenza:

$$\text{ROE} = (\text{ROI} + (\text{ROI} - \text{ROD}) (\text{Capitale di Terzi/Capitale Proprio})) (1-\alpha)$$

In sintesi, leva operativa e leva finanziaria hanno un andamento correlato e, in generale, direttamente proporzionale: se una aumenta, aumenta anche l'altra (salvo il ricorso al capitale proprio).

Capitolo quarto

IL RENDICONTO FINANZIARIO

L'analisi per flussi si sostanzia nella predisposizione e nell'esame del Rendiconto finanziario. Tale prospetto offre i dati complementari che consentono di determinare le modalità con le quali la liquidità viene generata e assorbita dalle diverse aree della gestione aziendale.

Con l'entrata in vigore del D.Lgs. 18 agosto 2015, n. 139, il Rendiconto Finanziario, già obbligatorio per le società quotate (che applicano i Principi IAS/IFRS), è entrato a far parte degli elementi costitutivi del bilancio anche per tutte le imprese non quotate che redigono il bilancio in forma ordinaria in base alle disposizioni del Codice Civile.

Sebbene il legislatore non abbia previsto uno schema di riferimento per la redazione del Rendiconto Finanziario, le caratteristiche di tale prospetto sono delineate dall'art. 2425 ter. c.c., secondo cui dal Rendiconto Finanziario devono risultare, per l'esercizio in chiusura e per quello precedente:

- L'ammontare e la composizione delle disponibilità liquide all'inizio e alla fine dell'esercizio;

- I flussi finanziari dell'esercizio derivanti dall'attività operativa, di investimento e di finanziamento (comprese, con autonoma indicazione, le operazioni con i soci).

In termini generali, l'analisi per flussi si sostanzia nell'individuazione e nell'esame, mediante il Rendiconto Finanziario, della natura, delle cause e della consistenza delle modificazioni aumentative e diminutive (flussi) subite in un determinato periodo amministrativo dai fondi aziendali, modificazioni che hanno portato alla trasformazione dei valori iniziali (fondi iniziali) in valori finali (fondi finali).

In prima approssimazione, l'analisi può riguardare sia flussi totali sia flussi parziali. L'analisi per flussi totali trova solitamente scarsa applicazione nella pratica, in particolare nell'ambito dell'analisi esterna. L'analisi per flussi parziali, viceversa, presenta una maggiore diffusione nell'analisi esterna e assume a riferimento una nozione di risorsa finanziaria più circoscritta, solitamente coincidente con quella di Capitale Circolante Netto o con quella di liquidità. Essa può quindi condurre alla redazione di due diversi prospetti:

- Il rendiconto dei flussi di Capitale Circolante Netto (*Working Capital Statement*);
- Il rendiconto dei flussi monetari (*Cash Flow Statement*).

L'analisi dei flussi di Capitale Circolante Netto provvede a determinare ed esaminare le variazioni delle fonti (entrate) e degli impieghi (uscite) relative al Capitale Circolante Netto. L'analisi dei flussi monetari, invece, presuppone la preliminare definizione della nozione di liquidità da assumere a riferimento, per la quale, in genere, sono considerate le seguenti due configurazioni, fra loro alternative:

- a. Cassa + Banca c/c attivi;
- b. Cassa + Banca c/c attivi – Banca c/c passivi.

4.1 Flusso di cassa della gestione operativa

Il flusso di cassa della gestione operativa (*cash flow* operativo) scaturisce dalla somma algebrica di tutti gli incassi per ricavi e i pagamenti per costi che, nel corso dell'esercizio, sono stati realizzati ed effettuati in relazione all'attività corrente dell'impresa. Alla formazione di tale flusso concorrono:

- Incassi per vendita di beni e per la prestazione di servizi;
- Incassi per royalties, commissioni, compensi, rimborsi assicurativi e altri ricavi operativi;
- Pagamenti per l'acquisto di materie prime, semilavorati, merci e altri fattori produttivi a fecondità semplice;
- Pagamenti per l'acquisizione di servizi;

- Pagamenti a, e per conto di, dipendenti;
- Pagamenti per altri costi operativi;
- Pagamenti (e rimborsi) per imposte sul reddito.

Alla formazione del flusso di cassa della gestione operativa concorrono anche gli incassi e i pagamenti dei crediti e dei debiti di regolamento originati da ricavi e costi di competenza di esercizi precedenti. Oltre a ciò, vi partecipano, in via residuale, le entrate e le uscite monetarie conseguenti alle altre operazioni non specificatamente riconducibili all'attività di investimento e all'attività di finanziamento.

Il flusso di cassa così determinato esprime il risultato del processo di generazione/assorbimento di liquidità che si è prodotto per effetto delle operazioni di gestione corrente, operazioni che hanno concorso alla formazione del risultato economico d'esercizio. Tale flusso esprime, in altri termini, la capacità dell'impresa di autosostenersi finanziariamente, generando in via autonoma, mediante lo svolgimento dell'attività corrente, le risorse finanziarie necessarie ad assicurare il suo sostentamento e la sua crescita.

Il flusso di cassa della gestione operativa può essere determinato attraverso due metodi: diretto e indiretto. Il metodo diretto calcola la differenza tra gli incassi e i pagamenti inerenti alla gestione corrente. È evidente, tuttavia, come la

modalità di determinazione del *cash flow* operativo mediante l'impiego del metodo diretto non sia concretamente attuabile dal professionista che, trovandosi esternamente all'azienda, non ha accesso alle informazioni contabili necessarie per la sua applicazione. In alternativa al metodo diretto, il valore del *cash flow* derivante dalla gestione reddituale può essere calcolato ricorrendo al "metodo indiretto", ossia ad un criterio che provvede a rettificare l'utile o la perdita dell'esercizio dagli elementi di ricavo e di costo che non hanno generato movimentazioni finanziarie e dai flussi non aventi natura operativa.

4.2 Flusso di cassa dell'attività di investimento

Il flusso di cassa dell'attività di investimento si genera dalla somma algebrica dei flussi in entrata e in uscita riconducibili alle attività di vendita e di acquisto delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie, oltre che di attività finanziarie non immobilizzate. Alla sua formazione concorrono, ad esempio, i flussi derivanti da:

- Acquisti e vendite di terreni e fabbricati, impianti e macchinari, attrezzature e altre immobilizzazioni materiali;
- Acquisti e vendite di brevetti, marchi, concessioni, licenze e altre immobilizzazioni immateriali;
- Acquisizioni e cessioni di partecipazioni e di altri titoli;

- Erogazioni e rimborso di prestiti in favore di terzi.

In sede di redazione del Rendiconto Finanziario, i flussi finanziari sopra indicati devono essere determinati in modo che essi esprimano le entrate e le uscite di liquidità effettivamente verificatesi nel corso dell'esercizio per l'attività di investimento.

4.3 Flusso di cassa dell'attività di finanziamento

Il flusso di cassa dell'attività di finanziamento deriva dalla somma algebrica dei flussi in entrata e in uscita generati dalle operazioni di ottenimento e di restituzione di liquidità, relative a capitale proprio o a capitale di credito. Ad esso concorrono, in via esemplificativa:

- Incassi per apporto di capitale proprio;
- Pagamenti per rimborso di capitale proprio;
- Pagamenti per distribuzione di utili;
- Incassi e pagamenti relativi a prestiti obbligazionari;
- Incassi e pagamenti per l'accensione o il rimborso di mutui e altri finanziamenti passivi a lungo termine;
- Incassi e pagamenti per altri debiti, anche a breve termine, aventi comunque natura finanziaria.

La quantificazione dei flussi finanziari deve essere effettuata in modo che essi esprimano le entrate e le uscite di liquidità effettivamente verificatesi nel corso dell'esercizio per l'attività di finanziamento in senso lato, comprensiva anche della movimentazione del capitale proprio.

Capitolo quinto

UN CASO PRATICO: LA FIORINI INTERNATIONAL ITALIA SPA

La Fiorini International, a Trecastelli (AN) in via Maestri Del Lavoro n. 13, è leader europeo nella lavorazione della carta per la produzione di shopping bags, grazie alla combinazione di creatività, sensibilità estetica ed eccellenza. È focalizzata sul rispetto dell'ambiente, sul lasciarsi guidare dal benessere del pianeta, produrre prodotti ecologici, offrire servizi personalizzati e ad alto valore aggiunto.

L'azienda nasce nel 1946 producendo packaging in carta per beni di prima necessità. Seguendo l'evoluzione delle abitudini di consumo, si realizza la prima diversificazione, introducendo la produzione di bags per il settore commerciale e della moda. Il gruppo diventa, così, veicolo privilegiato nella comunicazione di immagine, interpretando i bisogni e le simbologie delle maggiori griffe internazionali.

La loro produzione si basa su tecnologia tedesca. La stampa è effettuata su macchine offset o flessografiche Windmüller & Hölscher, a tamburo centrale e a 12 colori dotate di un sistema elettronico che controlla costantemente la qualità di stampa e la verifica della leggibilità del bar code. Oltre alle lavorazioni speciali, come la verniciatura UV, hanno anche la possibilità di

stampare un codice a barre dedicato per ogni lotto di produzione del cliente. Questo è infatti il loro elemento distintivo: offrire un servizio personalizzato alle esigenze di ogni singolo cliente con un alto valore aggiunto. L'organizzazione logistica in diversi Paesi, un parco fornitori fidelizzato nel tempo, costanti investimenti di ultima generazione: tutto ciò permette alla Fiorini International di rispondere in modo rapido e flessibile ai cambiamenti del mercato e di offrire risposte alle diverse necessità, garantendo un adeguato servizio per spedizioni via mare, via terra e via aerea in qualsiasi parte del mondo.

5.1 Analisi dei bilanci del gruppo nel periodo 2019-2020

Dopo aver esposto sinteticamente le caratteristiche della società, passiamo ad analizzare i bilanci relativi al periodo 2019-2020.

5.1.1 Prospetti di Stato Patrimoniale, Conto economico e Rendiconto finanziario della Fiorini International, biennio 2019-2020

Di seguito sono riportati i prospetti di Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario che compongono il bilancio d'esercizio della Fiorini International, relativi al biennio 2019-2020.

1. Prospetto di Stato Patrimoniale

Attivo
B) Immobilizzazioni

31-12-2020 31-12-2019

I - Immobilizzazioni immateriali		
1) costi di impianto e di ampliamento	6.457	12.915
2) costi di sviluppo	171.195	268.494
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	228.045	335.855
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	8.184	8.915
6) immobilizzazioni in corso e acconti	153.924	120.111
7) altre	279.015	290.896
Totale immobilizzazioni immateriali	846.820	1.037.186
II - Immobilizzazioni materiali		
1) terreni e fabbricati	22.013.958	22.812.758
2) impianti e macchinario	16.542.880	10.251.151
3) attrezzature industriali e commerciali	287.467	285.420
4) altri beni	489.332	680.146
5) immobilizzazioni in corso e acconti	8.340.123	1.797.753
Totale immobilizzazioni materiali	47.673.760	35.827.228
III - Immobilizzazioni finanziarie		
1) partecipazioni in		
a) imprese controllate	2.475.367	2.475.367
d-bis) altre imprese	904	994
Totale partecipazioni	2.476.271	2.476.361
Totale immobilizzazioni finanziarie	2.476.271	2.476.361
Totale immobilizzazioni (B)	50.996.851	39.340.775
C) Attivo circolante		
I - Rimanenze		
1) materie prime, sussidiarie e di consumo	6.914.113	7.006.837
2) prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	197.114	424.090
4) prodotti finiti e merci	8.201.926	7.951.869
5) acconti	173.367	439.638
Totale rimanenze	15.486.520	15.822.434
Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita	1.383.813	1.383.813
II - Crediti		
1) verso clienti		
esigibili entro l'esercizio successivo	20.667.689	20.935.247
Totale crediti verso clienti	20.667.689	20.935.247
2) verso imprese controllate		
esigibili entro l'esercizio successivo	196.244	173.507
Totale crediti verso imprese controllate	196.244	173.507
4) verso controllanti		
esigibili entro l'esercizio successivo	166.923	166.923
Totale crediti verso controllanti	166.923	166.923
5-bis) crediti tributari		
esigibili entro l'esercizio successivo	880.742	487.589
Totale crediti tributari	880.742	487.589
5-ter) imposte anticipate	483.656	441.570
5-quater) verso altri		
esigibili entro l'esercizio successivo	181.500	110.424
Totale crediti verso altri	181.500	110.424
Totale crediti	22.576.754	22.315.260
IV - Disponibilità liquide		
1) depositi bancari e postali	5.868.141	9.327.078
3) danaro e valori in cassa	8.766	8.849
Totale disponibilità liquide	5.876.907	9.335.927
Totale attivo circolante (C)	45.323.994	48.857.434
D) Ratei e risconti	2.829.904	2.575.663
Totale attivo	99.150.749	90.773.872
Passivo		
A) Patrimonio netto		
I - Capitale		
	5.000.000	5.000.000
III - Riserve di rivalutazione		
	9.175.768	5.372.611
IV - Riserva legale		
	868.897	696.557
VI - Altre riserve, distintamente indicate		
Riserva straordinaria	20.620.132	18.545.662
Riserva avanzo di fusione	5.583.503	5.583.503

Varie altre riserve	16.773	16.773
Totale altre riserve	26.220.408	24.145.938
VII - Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	(86.883)	(81.694)
IX - Utile (perdita) dell'esercizio	6.980.806	3.446.810
Totale patrimonio netto	48.158.996	38.580.222
B) Fondi per rischi e oneri		
1) per trattamento di quiescenza e obblighi simili	246.183	205.005
2) per imposte, anche differite	29.892	48.190
3) strumenti finanziari derivati passivi	114.319	107.492
Totale fondi per rischi ed oneri	390.394	360.687
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	1.837.577	1.972.100
D) Debiti		
4) debiti verso banche		
esigibili entro l'esercizio successivo	5.207.428	10.676.178
esigibili oltre l'esercizio successivo	10.167.785	10.556.184
Totale debiti verso banche	15.375.213	21.232.362
6) acconti		
esigibili entro l'esercizio successivo	381.869	303.360
Totale acconti	381.869	303.360
7) debiti verso fornitori		
esigibili entro l'esercizio successivo	25.284.561	22.591.969
Totale debiti verso fornitori	25.284.561	22.591.969
9) debiti verso imprese controllate		
esigibili entro l'esercizio successivo	506.849	663.037
Totale debiti verso imprese controllate	506.849	663.037
11) debiti verso controllanti		
esigibili entro l'esercizio successivo	1.867.287	787.500
Totale debiti verso controllanti	1.867.287	787.500
12) debiti tributari		
esigibili entro l'esercizio successivo	946.243	582.998
Totale debiti tributari	946.243	582.998
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale		
esigibili entro l'esercizio successivo	1.289.125	1.191.322
Totale debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	1.289.125	1.191.322
14) altri debiti		
esigibili entro l'esercizio successivo	2.725.148	2.235.913
Totale altri debiti	2.725.148	2.235.913
Totale debiti	48.376.295	49.588.461
E) Ratei e risconti	387.487	272.402
Totale passivo	99.150.749	90.773.872

2. Prospetto di Conto economico

	31-12-2020	31-12-2019
Conto economico		
A) Valore della produzione		
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	103.251.103	98.390.830
2) variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	23.081	509.315
5) altri ricavi e proventi		
contributi in conto esercizio	78.247	138.330
altri	981.028	843.573
Totale altri ricavi e proventi	1.059.275	981.903
Totale valore della produzione	104.333.459	99.882.048
B) Costi della produzione		
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	50.511.097	52.652.323
7) per servizi	14.576.293	14.627.379
8) per godimento di beni di terzi	4.316.011	4.440.740
9) per il personale		

a) salari e stipendi	13.518.403	13.013.011
b) oneri sociali	4.436.714	4.194.769
c) trattamento di fine rapporto	874.792	879.818
e) altri costi	2.576.825	1.564.268
Totale costi per il personale	21.406.734	19.651.866
10) ammortamenti e svalutazioni		
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	355.211	666.732
b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali	3.767.181	3.587.069
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	55.456	98.405
Totale ammortamenti e svalutazioni	4.177.848	4.352.206
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	92.724	110.990
14) oneri diversi di gestione	339.391	262.277
Totale costi della produzione	95.420.098	96.097.781
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	8.913.361	3.784.267
C) Proventi e oneri finanziari		
15) proventi da partecipazioni		
da imprese controllate	250.000	600.000
Totale proventi da partecipazioni	250.000	600.000
16) altri proventi finanziari		
d) proventi diversi dai precedenti		
altri	33.411	34.638
Totale proventi diversi dai precedenti	33.411	34.638
Totale altri proventi finanziari	33.411	34.638
17) interessi e altri oneri finanziari		
altri	458.165	601.076
Totale interessi e altri oneri finanziari	458.165	601.076
17-bis) utili e perdite su cambi	(143.106)	8.973
Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + - 17-bis)	(317.860)	42.535
Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)	8.595.501	3.826.802
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate		
imposte correnti	1.673.439	292.312
imposte relative a esercizi precedenti	0	168.930
imposte differite e anticipate	(58.744)	(81.250)
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	1.614.695	379.992
21) Utile (perdita) dell'esercizio	6.980.806	3.446.810

3. Rendiconto Finanziario, metodo indiretto

	31-12-2020	31-12-2019
Rendiconto finanziario, metodo indiretto		
A) Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa (metodo indiretto)		
Utile (perdita) dell'esercizio	6.980.806	3.446.810
Imposte sul reddito	1.614.695	379.992
Interessi passivi/(attivi)	424.754	566.438
(Dividendi)	(250.000)	(600.000)
(Plusvalenze)/Minusvalenze derivanti dalla cessione di attività	(53.144)	(39.331)
1) Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	8.717.110	3.753.909
Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto		
Accantonamenti ai fondi	157.185	281.566
Ammortamenti delle immobilizzazioni	4.122.392	4.253.801
Altre rettifiche in aumento/(in diminuzione) per elementi non monetari	24.899	(28.800)
Totale rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto	4.304.476	4.506.567
2) Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	13.021.586	8.260.476

Variazioni del capitale circolante netto		
Decremento/(Incremento) delle rimanenze	105.533	(449.884)
Decremento/(Incremento) dei crediti verso clienti	159.333	(17.107)
Incremento/(Decremento) dei debiti verso fornitori	(735.929)	(1.043.086)
Decremento/(Incremento) dei ratei e risconti attivi	(254.241)	(89.648)
Incremento/(Decremento) dei ratei e risconti passivi	117.956	41.990
Altri decrementi/(Altri Incrementi) del capitale circolante netto	405.089	280.158
Totale variazioni del capitale circolante netto	(202.259)	(1.277.577)
3) Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	12.819.327	6.982.899
Altre rettifiche		
Interessi incassati/(pagati)	(427.625)	(568.193)
(Imposte sul reddito pagate)	(172.944)	(325.613)
Dividendi incassati	250.000	600.000
(Utilizzo dei fondi)	(229.130)	(259.169)
Totale altre rettifiche	(579.699)	(552.975)
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	12.239.628	6.429.924
B) Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento		
Immobilizzazioni materiali		
(Investimenti)	(8.715.639)	(3.969.859)
Disinvestimenti	347.062	1.506.185
Immobilizzazioni immateriali		
(Investimenti)	(164.846)	(348.759)
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	(8.533.423)	(2.812.433)
C) Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento		
Mezzi di terzi		
Incremento/(Decremento) debiti a breve verso banche	(4.091.582)	(1.275.540)
Accensione finanziamenti	4.500.000	10.400.000
(Rimborso finanziamenti)	(6.265.566)	(9.347.438)
Mezzi propri		
(Dividendi e acconti su dividendi pagati)	(1.312.500)	(612.500)
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	(7.169.648)	(835.478)
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)	(3.463.443)	2.782.013
Effetto cambi sulle disponibilità liquide	4.424	(1.398)
Disponibilità liquide a inizio esercizio		
Depositi bancari e postali	9.327.078	6.548.538
Danaro e valori in cassa	8.849	6.773
Totale disponibilità liquide a inizio esercizio	9.335.927	6.555.311
Disponibilità liquide a fine esercizio		
Depositi bancari e postali	5.868.141	9.327.078
Danaro e valori in cassa	8.766	8.849
Totale disponibilità liquide a fine esercizio	5.876.907	9.335.927

Dai tre prospetti sopra riportati emerge che il bilancio al 31 dicembre 2019 chiude con un utile di esercizio di € 3.446.810, al netto delle imposte che ammontano a € 379.992. Il risultato ante-imposte di € 3.826.802 è stato determinato allocando accantonamenti per € 4.253.801 ai fondi ammortamento e € 98.405 al fondo rischi su crediti.

L'esercizio 2019 è stato un anno che ha visto il proseguimento delle attività di ammodernamento, sviluppo e miglioramento degli impianti produttivi. Il fatturato è stato pari a € 98.390.830 e il Valore della Produzione, influenzato da una minore variazione delle rimanenze di prodotti finiti e semilavorati, si è attestato a € 99.882.048, in lieve contrazione, -0.65%, rispetto allo scorso esercizio.

Per quanto concerne invece l'anno 2020, i tre prospetti evidenziano che il bilancio al 31 dicembre 2020 chiude con un utile di esercizio di € 6.980.806, al netto delle imposte che ammontano a € 1.614.695. Il risultato ante-imposte di € 8.595.500 è stato determinato allocando accantonamenti per € 4.177.848 ai fondi ammortamento e € 55.456 al fondo rischi su crediti.

Nel 2020, nel difficile contesto causato dal Covid-19, sono continuate le attività di ammodernamento, sviluppo e miglioramento degli impianti produttivi. Il fatturato è stato pari a € 103.251.103, in aumento di quasi il 5% rispetto a quanto rilevato nell'esercizio 2019, e il Valore della Produzione si è attestato a € 104.333.459, in aumento del +4,6% rispetto allo scorso esercizio.

Per quanto riguarda il margine operativo, si nota un'importante variazione, legata in parte alla forte accelerazione del fatturato ed in parte alla capacità di mantenere sotto controllo il livello dei costi di approvvigionamento.

Infine, in relazione alla gestione finanziaria, grazie al buon rating che la Fiorini International riesce a mantenere nonostante i massicci investimenti, sono stati conclusi contratti di finanziamento a Medio Termine e di Leasing, beneficiando di condizioni economiche molto buone. Gli oneri finanziari che si sono registrati in bilancio, pari ad € 458 mila circa, hanno un'incidenza molto bassa pari a quasi lo 0.5% del Valore della Produzione.

5.1.2 Valutazioni degli indici reddituali di bilancio

La tabella seguente riporta i principali indici reddituali che ogni anno la Fiorini International calcola per monitorare l'andamento economico-reddituale della società.

INDICI	ANNO 2020	ANNO 2019	Dettaglio Formule per Calcolo INDICI
ROS	8,54%	3,79%	Reddito Operativo / Valore della Produzione
ROI	8,99%	4,17%	Reddito Operativo / Capitale Investito Totale
ROD	0,95%	1,21%	Oneri Finanziari / Capitale di Terzi
ROE	14,50%	8,93%	Reddito Netto / Patrimonio Netto
M.O.L. € X 1.000	€ 13.091	€ 8.136	Reddito Operativo + Tot. Amm.ti e Svalutazioni
M.O.L. In % sul Valore della Produzione	12,55%	8,15%	M.O.L. / Valore della Produzione
P.F.N. / M.O.L. tempo rimb. debito oneroso	0,73	1,46	Passività Finanziarie Nette / M.O.L.

Si evidenzia che gli indicatori reddituali, in particolare ROS, ROI e ROE, sono in netto miglioramento, ed infatti riflettono il buon andamento dell'esercizio. Partendo dal ROE, possiamo notare che rispetto al 2019 è chiaramente aumentato. Come detto nel capitolo relativo agli indici economici, il ROE

indica la redditività del capitale proprio, ovvero il ritorno economico dell'investimento effettuato dai soci. Un miglioramento del ROE può essere tradotto in un aumento del livello di autofinanziamento potenziale che può ottenersi attraverso l'investimento degli utili netti.

Contestualmente, anche il ROI si è incrementato, raggiungendo quasi il 9%. Si tratta di un risultato molto buono, soprattutto se comparato con quello dell'anno 2019. Il ROI indica il ritorno sull'investimento o la redditività del capitale investito. Si tratta di un indicatore che esprime l'efficienza economica della gestione caratteristica a prescindere dalle fonti utilizzate. Pertanto, avendo la Fiorini International ottenuto nel 2020 un ROI pari a 8,99%, significa che il capitale investito ha reso e sta rendendo molto di più rispetto al precedente esercizio.

È importante poi confrontare il ROI con il ROD. Innanzitutto, osserviamo che il ROD è in diminuzione rispetto al 2019, e ciò ci dice che è diminuito il costo dell'indebitamento per l'azienda. Se lo andiamo poi a confrontare con il ROI, in entrambi gli esercizi notiamo che il ROI è maggiore del ROD. Quando il ROI è maggiore del ROD l'impresa ha convenienza a finanziare gli investimenti indebitandosi. Infatti, il rendimento che l'impresa ottiene investendo le risorse prese a prestito (ROI) è maggiore del costo sostenuto per acquisirle (ROD).

Proseguiamo con il ROS. Anche in questo caso notiamo che l'indice è cresciuto rispetto all'anno precedente, esprimendo quindi una maggiore redditività delle vendite. Inoltre, assumendo il ROS un valore positivo, l'azienda gode di una buona efficienza operativa ed è dunque in grado di coprire i costi operativi, coprire eventuali altri oneri e remunerare eventualmente gli azionisti.

Infine, incide su tale andamento il forte incremento del M.O.L. rispetto al precedente esercizio, salito ad oltre € 13 milioni (€ 8 milioni circa nel 2019).

L'ottima generazione di *cash flow* si riflette sulle passività Finanziarie Nette, che diminuiscono da € 11,9 milioni del 2019 a € 9.5 milioni e di conseguenza si rileva anche la riduzione dei Tempi di Rimborso del debito oneroso, il cui indice passa da 1,46 del 2019 a 0,73 del 2020.

RINGRAZIAMENTI

A conclusione di questo elaborato, vorrei dedicare uno spazio a tutte le persone che, con dedizione e pazienza, mi hanno permesso di arrivare fin qui e di portare a termine questo lavoro di Tesi.

Ringrazio sentitamente il Prof. Paolucci Guido, Relatore di questa Tesi di laurea, per la disponibilità che mi ha espresso, per la professionalità che ha dimostrato e per il supporto dato in questo momento cruciale della mia carriera universitaria.

Ringrazio infinitamente mia madre e mio padre, che da quando ero piccola mi hanno sempre insegnato a seguire il cuore, ad assecondare le mie inclinazioni, a vivere nel modo più consono al mio sentire. La mia laurea è il coronamento degli insegnamenti che ho ricevuto da voi e senza di voi forse non l'avrei mai conseguita. Resta il fatto che, pur essendo da oggi "dottoressa", l'insegnamento maggiore che ho ricevuto in vita mia me lo avete dato voi: amare, sempre. Siete la mia grande ricchezza.

Ringrazio il mio piccolo ma grande fratello Tommaso, che nonostante sia il mio "piccolino" è un grande uomo. Sempre pronto ad ascoltarmi, a darmi consigli e a cercare in ogni occasione di far salire la mia autostima, insegnandomi a camminare ogni giorno a testa alta senza aver paura dei giudizi degli altri.

Ringrazio il mio fidanzato Michele, la persona che più di ogni altra sa cosa rappresenta per me questo giorno. Mi hai sopportato, supportato, calmato, spronato, incoraggiato. Sei sempre stato con me, non mi hai mai lasciata sola e mi hai sempre fatto sentire quanto tu credessi in me, ogni giorno, ogni minuto, dopo ogni caduta, prima di ogni vittoria. Oggi la mia laurea la condivido con te, perché senza di te nella mia vita nulla di quello che ho vissuto sarebbe mai accaduto. Grazie oggi e sempre.

Ringrazio con tutto il cuore le mie amiche, Annalisa, Sonia e Giulia per esserci sempre state e per non avermi mai abbandonata.

Un grazie particolare va a Diletta, la mia persona, la mia spalla, la mia anima gemella, l'amica di sempre. Sei sempre stata al mio fianco da quando eravamo bambine. Pur avendo intrapreso due percorsi universitari differenti, ci siamo sempre state l'una per l'altra. Abbiamo pianto per gli esami andati male e gioito per quelli andati bene. Ci siamo sostenute, spronate, incoraggiate sempre, in ogni momento. Per questo voglio ringraziarti per essere stata al mio fianco durante questo percorso, ma soprattutto per essere nella mia vita, sempre.

Ringrazio inoltre i miei nonni, vicini e lontani, per l'amore che mi hanno saputo donare e per l'appoggio che non mi hanno fatto mai mancare e tutti i miei amici, da quelli d'infanzia a quelli che ho incontrato durante il mio cammino e che hanno deciso di camminare al mio fianco e di portarmi fino a qui.

Infine, ringrazio e dedico questa Tesi e questo piccolo traguardo a me stessa, ai miei sacrifici e alla mia tenacia, che mi hanno permesso di arrivare fin qui.

