

# Analisi di Bilancio

Guida per lo studente

Anno Accademico 2019-2020

# Analisi di Bilancio

Guida per lo studente

**1. OGGETTO E OBIETTIVI DEL CORSO**

**2. LA PREPARAZIONE DI INGRESSO**

**3. IL METODO DI LAVORO**

**4. I DOCENTI**

**5. I MATERIALI DIDATTICI**

**6. I SERVIZI SU MOODLE**

**7. LA PROVA D'ESAME**

**7.1 Criteri di valutazione della prova**

**Allegato A - SYLLABUS DEL LAVORO D'AULA**

**Allegato B – CALENDARIO DIDATTICO**

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

Stephen H. Penman  
2010

## 1. OGGETTO E OBIETTIVI DEL CORSO

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

L'analisi è condotta sia su serie storiche di bilanci dell'impresa oggetto di valutazione (*time series analysis*), sia sui bilanci dei concorrenti (*cross-sectional analysis*); ciò allo scopo di:

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

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

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

L'**obiettivo didattico** perseguito è quello di acquisire le competenze specifiche dell'analisi del bilancio che servono per poter condurre un processo di analisi fondamentale. Più precisamente lo studente imparerà a:

- raccogliere le informazioni necessarie per l'analisi di bilancio;
- utilizzare gli strumenti tecnico-contabili per condurre l'analisi;
- comprendere limiti e difficoltà del lavoro di analisi;
- sviluppare capacità interpretative finalizzate a valutare gli equilibri aziendali e i correlati rischi in chiave prospettica.

## 2. LA PREPARAZIONE DI INGRESSO

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

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

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

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

Per verificare la propria preparazione d'ingresso, si consiglia di utilizzare l'**autovalutativo** «Misura quello che sai», scaricabile da Moodle (vedi infra).

## 3. IL METODO DI LAVORO

Gli argomenti del Corso sono affrontati alla luce di teorie e tecniche ampiamente condivise a livello internazionale. Tuttavia, i concetti difficilmente si fanno propri se non vi è una **partecipazione attiva** dello studente, il quale è chiamato a “mettere in gioco” tutta la sua curiosità e a preparare il proprio lavoro d'aula attraverso lo studio preliminare dei principali materiali didattici.

L'**analisi teorica** è condotta cercando sempre di cogliere le implicazioni pratiche degli argomenti trattati, attraverso il costante riferimento alla realtà e a esempi tratti dai mercati finanziari.

I concetti teorici più complessi sono affrontati anche attraverso le **esercitazioni**. Si tratta di esercizi mirati, che attraverso una realtà semplificata favoriscono la comprensione dei concetti, senza le complessità che può presentare un caso reale.

I temi affrontati dalle lezioni e dalle esercitazioni sono poi applicati, ogni settimana, a un **caso aziendale**, allo scopo di acquisire familiarità con i documenti e le complessità che caratterizzano un bilancio “vero”. Questi **tutorial** sono generalmente programmati con una settimana di posticipo rispetto agli argomenti teorici, così da permettere allo studente una adeguata preparazione.

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

Il calendario delle lezioni, dei tutorial e delle esercitazioni è presentato in **allegato B**.

## 4. I DOCENTI

Il Corso è frutto del lavoro comune di due docenti: **Francesco Dainelli** e **Laura Bini**.

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

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

È, inoltre, possibile incontrare direttamente i docenti, fuori dall'orario di lezione, previa prenotazione di ricevimenti via e-mail.

## 5. MATERIALI DIDATTICI

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

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

Larga parte di questi materiali sarà disponibile su MOODLE.

Il manuale di riferimento è il seguente:

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

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

## 6. I SERVIZI SU MOODLE

Il Corso fa riferimento alla piattaforma MOODLE dell'Università degli Studi di Firenze. Attraverso la piattaforma vengono offerti numerosi servizi, fra i quali:

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

## 7. LA PROVA D'ESAME

Il livello di preparazione raggiunto dagli studenti è valutato attraverso una prova di esame individuale. La valutazione della partecipazione alle attività didattiche opera esclusivamente in favore dello studente: una **partecipazione attiva e costruttiva** può fruttare fino a tre punti che si vengono ad aggiungere al punteggio medio finale.

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

Tale prova viene svolta mediante l'aiuto del **software Arbor**, il cui utilizzo verrà gradualmente presentato e impiegato durante i tutorial (chi non dovesse seguire il corso è pregato di contattare i docenti per una illustrazione del software). Il software disponibile

in sede di esame svolge parte del lavoro di calcolo propedeutico all'analisi dell'impresa oggetto di indagine; in particolare, una volta impostata la riclassificazione, restituisce i prospetti riclassificati, redige il rendiconto finanziario e calcola una nutrita serie di indicatori. L'attenzione dello studente si può, così, concentrare sull'interpretazione dei risultati, piuttosto che sui calcoli.

Per inquadrare il bilancio dell'impresa oggetto di esame nel più ampio contesto competitivo del quale essa fa parte e consentire confronti con i valori medi di settore, con una settimana di preavviso, verrà comunicato, attraverso la newsletter, il settore di attività nel quale l'impresa opera. Lo studente potrà, così, raccogliere le informazioni per orientare l'analisi dei dati contabili, attingendo alle fonti indicate durante il Corso. Una traccia di tali informazioni potrà essere utilizzata durante la prova di esame.

All'atto pratico, la prova consiste nella produzione di due elaborati:

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

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

- Scelte di riclassificazione del Conto economico dei due anni oggetto di analisi;
- Scelte di riclassificazione dello Stato Patrimoniale dei due anni oggetto di analisi.

b) L'**elaborato narrativo** è un commento che si basa sull'esame dei documenti riclassificati e sugli indici che lo studente ritiene di volta in volta maggiormente utili all'analisi. Consiste in una relazione articolata nei seguenti punti:

– **Profilo strategico e settoriale**

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

– **Qualità dei dati contabili**

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

– **Crescita**

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

– **Struttura patrimoniale e finanziaria**

Alla luce delle scelte strategiche e del contesto competitivo, si esaminano l'evoluzione degli investimenti e l'adeguatezza delle correlate fonti di copertura. In questo quadro, si valuta l'evoluzione della struttura finanziaria e si formula un giudizio sul suo grado di solidità.

– **Redditività**

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

– **Condizioni di liquidità**

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

– **Conclusioni**

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

La prova si svolge nelle aule informatiche presso l'edificio D15, con l'ausilio del **software Arbor**. Sul computer della postazione a lui assegnata, lo studente trova i PDF dei fascicoli di bilancio da esaminare e un foglio excel per l'importazione dei dati di bilancio in Arbor. Il software contiene una sezione dedicata alla redazione del rapporto di analisi, già configurata secondo lo schema indicato in precedenza.

Il tempo a disposizione è di **2 ore e mezzo**, per consentire allo studente di lavorare senza assilli, rivedendo con cura il suo elaborato.

### 7.1. CRITERI DI VALUTAZIONE DELLA PROVA

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

La valutazione riguarda l'elaborato contabile e quello narrativo. Il punteggio assegnato ai vari argomenti è il seguente:

a) elaborato contabile:

- Stato Patrimoniale riclassificato (max 3 punti)
- Conto Economico riclassificato (max 3 punti)

b) elaborato narrativo:

- Redazione del quadro strategico di riferimento (max 2 punti);
- Qualità dei dati contabili (max 3 punti)
- Crescita (max 3 punti)
- Struttura patrimoniale e finanziaria (max 4 punti)
- Redditività (max 4 punti)
- Liquidità (max 4 punti)
- Conclusioni (max 4 punti)

Il riferimento a un punteggio vuole dare allo studente l'idea dell'importanza dei vari argomenti. **La votazione finale, tuttavia, è attribuita in base a una media "ragionata" delle votazioni riportate in ciascuno degli elaborati.**

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

Per rendervi maggiormente conto di ciò che si sta dicendo, su MOODLE si trova un esempio di un'ottima **prova di esame** dell'anno scorso.

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

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

La valutazione tiene conto anche della efficacia e correttezza espositiva, dell'ordine nella presentazione degli elaborati, della capacità di sintesi. Soprattutto, è bene tener presente che l'analisi di bilancio non è una equazione matematica con una soluzione corretta predefinita. Pertanto, non è l'esattezza delle argomentazioni o dei calcoli che verrà apprezzata, quanto la capacità di offrire punti di vista sensati.



## ALLEGATO A - SYLLABUS DEL LAVORO D'AULA

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

### A) LEZIONI

#### **Lezione n. 1: Che dice il dottore?**

La prima lezione è introduttiva e serve a inquadrare gli obiettivi formativi del corso e a tracciarne una mappa che guidi il calendario didattico. Inoltre, saranno presentate le regole di "convivenza" d'aula e di svolgimento dell'esame.

#### **Lezione n. 2: Guardiamoci intorno**

Nella vita reale è buona abitudine, prima di emettere un giudizio, contestualizzare ogni informazione in nostro possesso. Lo stesso vale nell'analisi di bilancio. In questo caso, le informazioni a disposizione sono prevalentemente indici, numeri, andamenti, che da soli non sono sufficienti a rappresentare compiutamente il fenomeno economico che li ha generati. Muovendosi poi in una chiave prospettica, le ipotesi sul contesto giocano un ruolo essenziale nella formulazione delle previsioni. È, infatti, ragionando attentamente sugli eventi passati che si possono definire ipotesi attendibili sull'evoluzione futura delle condizioni.

Ecco dunque che l'analisi del contesto competitivo assume i connotati di un processo formalizzato ben strutturato. Questo si compone di due direttrici di analisi: l'analisi dell'ambiente (analisi esterna) e l'analisi della strategia (analisi interna).

L'analisi dell'ambiente, oggetto della lezione, ha come obiettivo ultimo quello di pervenire a un giudizio complessivo sull'attrattività del settore/mercato in cui opera l'impresa, che aiuti a individuare le opportunità di sviluppo e le principali minacce che potrebbero pregiudicarne il successo.

- *Materiali didattici:*  
Manuale: Capitolo 3

#### **Lezione n. 3: Conosci te stesso**

La lezione si pone in continuità con la precedente, esaminando l'altra dimensione dell'analisi del contesto competitivo, l'analisi della strategia. In questo caso, l'analista si concentra sulle scelte competitive compiute del management, finalizzate a mitigare le minacce e cogliere le opportunità, tenendo conto dei punti di forza/debolezza dell'impresa. In tale prospettiva, l'analisi delle strategie ha come obiettivo quello di produrre informazioni sulle risorse e competenze distintive di cui l'azienda dispone o dovrà dotarsi per raggiungere e conservare posizioni di vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti, agendo sui fattori critici di successo relativi alle variabili chiave individuate durante l'analisi esterna.

- *Materiali didattici:*

#### **Lezione n.4: Una, nessuna, centomila**

Dall'ampiezza e qualità delle informazioni disponibili dipende in larga misura il risultato dell'analisi di bilancio. Il tema affrontato è pertanto quello della raccolta del materiale necessario per interpretare i dati contabili secondo la prospettiva dell'analisi fondamentale. In questo senso, la base informativa è costituita da dati e informazioni di duplice natura: contabile (*financial*) e extra-contabile (*non-financial*).

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

Nella lezione verrà inoltre dato spazio alla presentazione di due banche dati accessibili dalla rete di ateneo, AIDA e AMADEUS, che forniscono informazioni contabili rispettivamente sulle imprese italiane ed europee. Si tratta di una fonte preziosa per l'analista per acquisire i dati di bilancio in un formato già pronto per svolgere qualsiasi analisi.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 2

#### **Lezione n. 5: 'Cca nisciuno è fess!**

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

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 5

#### **Lezione n. 6: Facciamo come Harry**

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

Riclassificare significa riaccorpere e organizzare i dati contabili in modo da trasformare i due documenti chiave del bilancio (Stato Patrimoniale e Conto Economico) in prospetti che possano "parlare" fra loro, atteso che i vari documenti contabili del bilancio altro non sono che rappresentazioni, da angolature diverse, di una stessa realtà: l'impresa. Ciò è indispensabile anche per la costruzione di ogni indicatore che si voglia successivamente esa-

minare. Prima di ogni riclassificazione, dunque, occorre definire un modello per rappresentare e interpretare la logica di funzionamento dell'impresa e i risultati conseguentemente ottenuti.

- *Materiali didattici*  
Manuale: Capitolo 6

### **Lezione n. 7: Da chi li ho presi? Dove li ho messi?**

Applicando allo Stato Patrimoniale la logica di analisi presentata nella lezione 2, si individuano due "zone" di valori: i valori espressi dalle attività e passività operative, ossia riconducibili agli scambi fra l'impresa e le aree di affari nelle quali essa opera; i valori delle attività e passività finanziarie, ossia derivanti dagli scambi fra l'impresa e il mercato finanziario.

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

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 8, paragrafi 8.1-8.3
  - Documenti: CONSOB, *Comunicazione n. DEM/6064293 del 28-7-2006* (e documenti CESR collegati); IRDCEC, Documento n. 22 - L'iscrizione degli indicatori nella relazione sulla gestione La posizione finanziaria netta, ottobre 2013 (<http://www.irdcec.it/node/617>)

### **Lezione n. 8: La giostra dei quattrini**

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

- *Materiali didattici*  
Manuale: Capitolo 8, paragrafo 8.4

### **Lezione n. 9: Una rondine non fa primavera**

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

La lezione propone un primo intervento sul Conto Economico, che ha come obiettivo la *normalizzazione* dei valori in esso contenuti. Si tratta, in sostanza, di sottrarre alla *casua-*

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

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

### **Lezione n. 10: Tutte le strade portano a Roma**

Dopo aver proceduto alla normalizzazione, che consente di identificare la "forza reddituale" effettiva dell'impresa, occorre segmentare il risultato corrente con la stessa chiave di lettura usata per lo Stato Patrimoniale. La lezione si propone, appunto, l'obiettivo di identificare i risultati economici parziali che concorrono a formare il reddito corrente: il reddito operativo e il reddito derivante dalla gestione finanziaria. Sulla base di questa suddivisione, diventa, allora, possibile cogliere le relazioni che legano i valori reddituali a quelli patrimoniali, evidenziando precise relazioni fra i prospetti riclassificati del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale.

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

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

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

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

### **Lezione n. 11: Chi è il re?**

L'analisi del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale non consentono di chiarire un aspetto fondamentale dell'equilibrio aziendale, quello dei movimenti delle risorse mo-

netarie. La centralità dell'informazione sui flussi monetari prodotti dalla gestione è confermata dall'autorevole IASB, che nel suo Framework, al paragrafo 25, afferma: “Le decisioni economiche prese dagli utilizzatori del bilancio richiedono una valutazione della capacità dell'impresa di generare flussi finanziari e del tempo e della certezza di tali flussi. Da questa capacità dipende la possibilità per l'impresa di pagare i suoi dipendenti e fornitori, sostenere gli interessi sui prestiti, rimborsare i debiti e distribuire dividendi”.

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

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

#### **Lezione n. 12: La madre di tutti i flussi di cassa**

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

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 10, paragrafo 10.3

#### **Lezione n. 13: Quando la cassa è libera**

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

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitolo 10, paragrafo 10.4

### Lezione n. 14: Crescere o morire

La cornice interpretativa dei risultati reddituali, patrimoniali e finanziari della gestione è costituita dai livelli di crescita dell'impresa. Anzitutto, si definiscono i profili di crescita dell'impresa oggetto di osservazione e si presentano le principali grandezze contabili la cui variazione esprime tali profili. Si tratta, in sostanza, di trovare alcune chiavi interpretative dei risultati offerti dall'impiego degli strumenti di misura precedentemente esaminati, mostrando come i processi di crescita influenzino fatturato, margini e investimenti; quindi, sia la dimensione reddituale, sia quella finanziaria della gestione. Ciò spiega perché l'analisi dei livelli di crescita deve precedere quella di ogni altro aspetto, in quanto ogni giudizio passato, ma soprattutto prospettico, su redditività e solvibilità deve tener conto dalla fase di sviluppo nella quale l'impresa si trova e plausibilmente si verrà a trovare.

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

### Lezione n. 15: Non è tutto oro quel che luccica

Gli equilibri aziendali trovano la loro espressione di sintesi nella redditività netta. L'esame degli indici di bilancio prende le mosse, allora, con l'analisi di questo profilo di redditività. L'indice chiave sul quale fondare una tale analisi è il tasso di rendimento del capitale di rischio, comunemente indicato con l'acronimo R.O.E.

L'esame delle determinanti del R.O.E. porta a riflettere sul ben noto effetto di *leva finanziaria*, più propriamente definibile come *trading on equity*. Se, da un lato, il *trading on equity* suggerisce che, poste determinate condizioni, l'aumento dell'indebitamento fa crescere il R.O.E., dall'altro, rende evidente che la crescita del R.O.E. deve essere letta alla luce dei livelli di rischio della gestione e del correlato costo del capitale.

#### *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 14

### Lezione n. 16: Un parterre de ROI

Il successo dell'impresa deve poggiare, in primo luogo, sulla gestione operativa. È su questo ambito di gestione, allora, che si concentra la lezione, la quale pone le basi per la costruzione di uno specifico sottosistema di indicatori che ruota intorno a un indice di sintesi: il R.O.I. operativo (Return On Investments). L'importanza dell'indicatore è testimoniata anche dalle diverse denominazioni che esso può assumere, denominazioni alle quali, talvolta, corrispondono differenti modalità di calcolo.

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

In chiave prospettica, l'analisi della redditività operativa non può prescindere da una valutazione del rischio operativo, ovvero del grado di variabilità dei risultati conseguiti

dall'impresa. Seguendo questa strada, è possibile misurare gli effetti di una variazione delle vendite sul risultato operativo; effetti sintetizzati dal grado di leva operativa.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 12, paragrafi 12.1-12.2 (fino a 12.2.4) - 12.5

### **Lezione n. 17: Falli girare!**

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

La lezione conduce, dunque, un'esplorazione delle causali della produttività del capitale. Le direttrici da seguire sono diverse; fra queste, trova largo impiego quella che guarda ai due aggregati che formano il capitale investito: capitale fisso e capitale circolante. Vengono, allora, proposti alcuni indici per misurare il contributo alla produttività aziendale di queste due aree di investimento. In questo quadro, emerge, da un lato, il ruolo del processo di ammortamento come convogliatore di innovazione nel patrimonio aziendale e, quindi, come precursore di produttività, dall'altro, si riafferma la centralità del CCNc nell'economia dell'impresa, in particolare, sotto forma di velocità di rotazione delle sue componenti principali.

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 12, paragrafo 12.3

### **Lezione n. 18: Non c'è trippa per gatti**

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

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

- *Materiali didattici*

Manuale: Capitolo 12, paragrafo 12.4



### **Lezione n. 19: Povero Paperino!**

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

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

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

### **Lezione n. 20: Articolo quinto: chi ha i soldi ha vinto**

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

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

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



### **Lezione n. 21: Ricomponiamo il puzzle**

La logica e gli strumenti di analisi dei dati di bilancio sono stati presentati e discussi. Si tratta, ora, di tirare le fila e riportare il percorso di analisi all'interno di un quadro unitario, perché unitario è il fenomeno espresso dall'attività aziendale. Per fare ciò, ci appoggeremo ad un caso aziendale vero e proprio, così da usarlo anche come banco di prova della preparazione in vista dell'esame finale.

## **B) TUTORIAL**

### **Tutorial I: Incontro con DICART**

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

Le fonti presso le quali poter acquisire i materiali sono molte, soprattutto guardando alle possibilità offerte dalla rete. Ovviamente, la fonte più preziosa è rappresentata dal management dell'impresa oggetto della nostra analisi. L'esercitazione propone, pertanto, un incontro con il fondatore di **Dicart S.p.A.**, azienda toscana operante nel settore degli accessori per pelletteria. Dicart, infatti, è l'azienda oggetto del caso di studio che verrà sviluppato nel corso delle successive esercitazioni.

### **Tutorial II: Contesto competitivo e analisi strategica**

L'esercitazione parte dall'esame del quadro competitivo del settore nel quale opera Dicart S.p.A. Allo scopo, utilizzeremo le risorse disponibili in rete, pubblicate da organismi istituzionali, associazioni di categoria e da imprese quotate che operano nel medesimo settore. Termineremo con l'applicazione della logica della *SWOT analysis*, evidenziando opportunità e minacce dell'ambiente esterno. Il confronto di queste informazioni con l'analisi del profilo strategico, quale momento di analisi interna all'impresa, porterà a cogliere i punti di forza e debolezza di quest'ultima. Tale confronto fornirà elementi preziosi per valutare: la strategia passata, alla luce dei risultati economici conseguiti e la strategia prospettata dal management per il futuro, in termini di realizzabilità e presumibile impatto sui risultati economici attesi.

- *Materiali didattici*
  - Manuale: Capitoli 3 e 4
  - Documenti: bilanci Dicart S.p.A.

### **Tutorial III: La verifica della qualità dei dati contabili**

Il tema della qualità contabile è complesso e richiede un'attenta analisi del fascicolo di bilancio nella sua interezza. Obiettivo dell'esercitazione è illustrare i criteri di applicazione e interpretazione dei principali *diagnostici* al caso Dicart. Nell'occasione si impiegheranno alcuni classici *red flag*.

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

#### **Tutorial IV: La riclassificazione dello Stato Patrimoniale**

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

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

#### **Tutorial V: L'analisi dei fabbisogni finanziari e delle vie di copertura**

In questa esercitazione si "entra dentro" lo stato patrimoniale, impiegando la riconfigurazione secondo il modello "capitale investito-capitale raccolto". In questa prospettiva, saranno esaminate le evoluzioni dei fabbisogni finanziari nel tempo e l'adeguatezza delle vie alle quali si è fatto ricorso per fronteggiarli. Un ruolo cruciale sarà costituito dal capitale circolante, per il quale si tenteranno di ricostruire le dinamiche e i fattori che hanno maggiormente inciso sul suo andamento.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **Tutorial IX: La redditività netta**

Partendo dalle problematiche relative alla costruzione del R.O.E., l'esercitazione propone un modello di analisi degli scostamenti che aiuta a evidenziare in che misura rendimento degli investimenti operativi, scelte di struttura finanziaria e manovre di *tax planning* concorrono a influenzare la remunerazione del capitale di rischio.

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

### **Tutorial X: Crescita e redditività operativa**

In questa esercitazione sono messi in pratica gli strumenti per l'analisi dei livelli di crescita dell'impresa. Il calcolo e l'interpretazione degli indicatori portano ad affrontare i problemi legati alla comparazione dei dati nel tempo, ma anche nello spazio.

Le dinamiche di sviluppo sono successivamente impiegate come chiave per interpretare gli andamenti della redditività operativa. Seguendo la logica sistemica, la redditività operativa sarà analizzata secondo gli schemi di analisi presentati durante le lezioni.

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

### **Tutorial XI: La solvibilità**

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

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

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

### **Tutorial XII: Quadro di sintesi e giudizio finale**

Tutte le analisi finora condotte nelle singole esercitazioni erano concentrate su un argomento o un problema. Solo adesso abbiamo una visione di sintesi, potendo mettere a sistema tutte le informazioni e i giudizi che ci siamo formati durante il corso. In questo senso, proveremo a dare una valutazione sintetica finale circa la tenuta degli equilibri aziendali della "nostra" Dicart.

## **C) ESERCITAZIONI**

Le esercitazioni sono pensate per consentire allo studente di confrontarsi con alcuni strumenti di analisi di principale interesse del corso in un contesto "semplificato", privo cioè delle complessità che inevitabilmente si ritrovano nei bilanci "reali". Lo studente potrà

in questo modo familiarizzare con le tecniche operative in totale autonomia, concentrandosi su problematiche specifiche e acquisendo le competenze richieste in modo più semplice e diretto.

Le esercitazioni si concentreranno su tre tematiche specifiche:

- Esercitazione A: l'analisi del capitale circolante
- Esercitazione B: l'analisi del rendiconto finanziario
- Esercitazione C: l'analisi della redditività netta

Una settimana prima rispetto all'esercitazione verrà caricato su MOODLE il testo dell'esercitazione.

**ALLEGATO B: CALENDARIO DIDATTICO**

|        |             |   |
|--------|-------------|---|
| 24-feb | <b>1</b>    | Che dice il dottore?  |
| 25-feb | <b>2</b>    | Guardiamoci intorno   |
| 26-feb | <b>3</b>    | Conosci te stesso   |
| 02-mar | <b>4</b>    | Una, nessuna, centomila   |
| 03-mar | <b>5</b>    | 'Cca nisciuno è fess!   |
| 04-mar | <b>I</b>    | <i>Incontro con DICART</i>  |
| 09-mar | <b>II</b>   | <i>Contesto competitivo e analisi strategica</i>                    |
| 10-mar | <b>6</b>    | Facciamo come Harry   |
| 11-mar | <b>7</b>    | Da chi li ho presi? Dove li ho messi?                               |
| 16-mar | <b>III</b>  | <i>La verifica della qualità dei dati contabili</i>                 |
| 17-mar | <b>8</b>    | La giostra dei quattrini  |
| 18-mar | <b>IV</b>   | <i>La riclassificazione dello Stato Patrimoniale</i>                |
| 23-mar | <b>9</b>    | Una rondine non fa primavera  |
| 24-mar | <b>V</b>    | <i>L'analisi dei fabbisogni finanziari e delle vie di copertura</i> |
| 25-mar | <b>10</b>   | Tutte le strade portano a Roma                                      |
| 30-mar | <b>A</b>    | <i>Esercitazione A: il capitale circolante netto</i>                |
| 31-mar | <b>11</b>   | Chi è il re?  |
| 01-apr | <b>12</b>   | La madre di tutti i flussi di cassa                                 |
| 06-apr | <b>VI</b>   | <i>La riclassificazione del Conto Economico</i>                     |
| 07-apr | <b>13</b>   | Quando la cassa è libera  |
| 08-apr | <b>VII</b>  | <i>Il rendiconto finanziario I</i>                                  |
| 13-apr |             |   |
| 14-apr |             | <b>Pausa Pasquale</b>   |
| 15-apr |             |   |
| 20-apr | <b>B</b>    | <i>Esercitazione B: il rendiconto finanziario</i>                   |
| 21-apr | <b>VIII</b> | <i>Il rendiconto finanziario II</i>                                 |
| 22-apr | <b>14</b>   | Crescere o morire   |
| 27-apr | <b>15</b>   | Non è tutto oro quel che luccica                                    |
| 28-apr | <b>16</b>   | Un parterre de ROI  |
| 29-apr | <b>C</b>    | <i>Esercitazione C: la redditività netta</i>                        |
| 04-mag | <b>IX</b>   | <i>La redditività netta</i>   |
| 05-mag | <b>17</b>   | Falli girare!   |
| 06-mag | <b>18</b>   | Non c'è trippa per gatti  |
| 11-mag | <b>X</b>    | <i>Crescita e redditività operativa</i>                             |
| 12-mag | <b>19</b>   | Povero Paperino!  |
| 13-mag | <b>20</b>   | Articolo quinto: chi ha i soldi ha vinto                            |
| 18-mag | <b>XI</b>   | <i>La solvibilità</i>   |
| 19-mag | <b>XII</b>  | <i>Quadro di sintesi e giudizio finale</i>                          |
| 20-mag | <b>21</b>   | Ricomponiamo il puzzle  |