
Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer

6.1. FINALITÀ DELL'ANALISI DELLA SOLIDITÀ

L'analisi della solidità è essenzialmente finalizzata ad investigare le condizioni di equilibrio ai vari livelli della gestione. Per solidità si intende l'attitudine di una azienda a presentare una struttura equilibrata in rapporto alle caratteristiche del settore e in relazione ai seguenti aspetti:

- composizione degli impieghi;
- composizione delle fonti;
- correlazione tra impieghi e fonti;
- correlazione tra fonti e redditività.
- correlazione tra impieghi e redditività;

Tale analisi si basa sulla riclassificazione dello Stato patrimoniale secondo la logica finanziaria e funzionale.

6.2. LA COMPOSIZIONE DEGLI IMPIEGHI

Ogni impresa, in base al settore di riferimento, alla dimensione e alla tipologia di attività svolta, presenta una differente struttura degli impieghi. Ad esempio, una società manifatturiera presenta investimenti in fattori strutturali (capannoni, macchinari, impianti, ecc.) di gran lunga maggiori rispetto ad una società che svolge attività meramente commerciale; in linea di massima, la prima presenterà una più alta concentrazione di investimenti nelle immobilizzazioni, la seconda nel capitale circolante. Ciò significa non che l'impresa manifatturiera in termini assoluti «investe più risorse di quella commerciale», ma che è diversa la distribuzione delle stesse nell'ambito delle attività.

A questo proposito, è opportuno sfatare una erronea semplificazione che può trarre in inganno l'analista. In senso molto lato, si è portati a ritenere che l'impresa manifatturiera, necessitando di più consistenti risorse materiali, presenti un livello mediamente più elevato di investimenti e pertanto impegni maggiore liquidità; da qui la tendenza a definire la struttura come «rigida». Un'impresa di servizi, come ad esempio una società di consulenza, può presentare minori investimenti strutturali, ma questo non significa che essa possa essere giudicata necessariamente «flessibile»; il costo del capitale umano può assorbire una liquidità analoga a quella di un impianto, ma, essendo un costo dell'esercizio, non figura nello Stato patrimoniale, bensì nel Conto economico.

La composizione degli impieghi mira dunque ad esaminare la struttura del capitale investito tenendo conto delle caratteristiche del comparto di riferimento. Ciò ha solo parzialmente a che vedere con le risorse monetarie messe a disposizione dall'imprenditore nello svolgimento delle attività; piuttosto vuole essere una sorta di «istantanea» di come tali risorse sono distribuite.

La composizione degli impieghi è dunque finalizzata a verificare il peso percentuale delle attività rispetto al totale. Tale rapporto può essere effettuato sia livello di aggregato che di singole voci e si rivela utile quando si vuole accertare come sono ripartiti gli investimenti, soprattutto con riferimento ad alcune voci particolarmente critiche.

Il dato ottenuto deve essere posto a confronto con una media di settore; essa, per quanto esprima una tendenza, rappresenta comunque un parametro di riferimento importante per comprendere differenze ed analogie rispetto alla concorrenza.

Gli indici di composizione degli impieghi (classificati in un'ottica finanziaria) sono ottenuti rapportando «attivo non corrente» e «attivo corrente» al totale delle attività:

$$\text{Peso attività non correnti} = \frac{\text{Attività non correnti}}{\text{Totale impieghi}}$$

$$\text{Peso attività correnti} = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Totale impieghi}}$$

Il risultato è espresso in termini percentuali ed indica quanta parte del patrimonio è vincolata per impieghi duraturi e quanta è invece destinata alla gestione circolante. Come accennato, talvolta viene evidenziato che un maggior peso delle attività non correnti testimonia una situazione di complessiva «rigidità»; il contrario, invece, di «elasticità». È evidente che un attivo fortemente immobilizzato può essere più difficile da liquidare nel caso in cui sia necessario fare fronte ai propri impegni in tempi rapidi; tuttavia, non deve essere giudicato come un fatto di per sé penalizzante, in quanto è conseguenza delle condizioni operative del settore e del modo stesso di fare impresa. Il concetto di «rigidità» e di «elasticità», in termini assoluti, ha dunque scarso significato, in quanto occorre parametrarlo ai rapporti settoriali. Talvolta possono presentarsi delle incongruenze rispetto ai valori medi di riferimento, che possono dipendere, oltre che dalle peculiarità proprie della realtà oggetto di indagine, da alcune voci specifiche. Per tale ragione è opportuno elaborare ulteriori indicatori che evidenzino il peso percentuale di singole grandezze: ad esempio l'ammontare dei crediti commerciali, delle disponibilità liquide, di attività materiali o immateriali, ecc. Gli indicatori più frequenti sono i seguenti, fermo restando che l'analista può elaborarne a piacimento anche ulteriori, ricorrendo ad un maggior grado di dettaglio sulla base delle informazioni disponibili:

$$\text{Peso degli assets intangibili} = \frac{\text{Attività immateriali}}{\text{Totale impieghi}}$$

$$\text{Peso degli assets tangibili} = \frac{\text{Attività materiali}}{\text{Totale impieghi}}$$

$$\text{Peso delle rimanenze} = \frac{\text{Rimanenze}}{\text{Totale impieghi}}$$

$$\text{Peso dei crediti commerciali} = \frac{\text{Crediti commerciali}}{\text{Totale impieghi}}$$

$$\text{Peso delle disponibilità liquide} = \frac{\text{Disponibilità liquide}}{\text{Totale impieghi}}$$

6.3. LA COMPOSIZIONE DELLE FONTI

La composizione delle fonti è finalizzata ad approfondire l'ammontare del capitale proprio e di quello di terzi, rappresentati sia da debiti di funzionamento che di finanziamento.

Tale verifica è essenzialmente rivolta ad investigare la proporzione delle fonti, vale a dire l'equilibrio fra mezzi interni ed esterni; dal momento che esso è strettamente dipendente dalle caratteristiche del business, è imprescindibile il riferimento ai dati settoriali.

Gli indici di composizione sono determinati rapportando l'ammontare delle singole fonti al loro totale:

$$\text{Indice di autonomia finanziaria} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale fonti}}$$

$$\text{Peso delle passività non correnti} = \frac{\text{Passività non correnti}}{\text{Totale fonti}}$$

$$\text{Peso delle passività correnti} = \frac{\text{Passività correnti}}{\text{Totale fonti}}$$

Il risultato è espresso in termini percentuali ed evidenzia:

- a quanto ammonta il capitale proprio (patrimonio netto) rispetto ai mezzi di terzi (passività correnti e non correnti);
- a quanto ammontano le fonti di lungo periodo (patrimonio netto e passività non correnti) rispetto a quelle di breve (passività correnti).

Il rapporto fra patrimonio netto e il totale delle fonti, che esprime il grado di indipendenza da terzi, è affrontato più nel dettaglio nel § 6.3.1.

Anche in questo caso si possono costruire, senza pretesa di esaustività, indicatori che esaminano in dettaglio alcune voci specifiche, quali il capitale sociale e le varie categorie di debiti di funzionamento e di finanziamento. Fra i più utili si ricordano:

$$\text{Peso capitale sociale} = \frac{\text{Capitale sociale}}{\text{Totale fonti}}$$

$$\text{Peso debiti finanziari non correnti} = \frac{\text{Debiti finanziari oltre 12 mesi}}{\text{Totale fonti}}$$

$$\text{Peso debiti finanziari correnti} = \frac{\text{Debiti finanziari entro 12 mesi}}{\text{Totale fonti}}$$

$$\text{Peso debiti commerciali} = \frac{\text{Debiti verso fornitori}}{\text{Totale fonti}}$$

Le politiche finanziarie possono differire anche significativamente all'interno dello stesso settore. Ad esempio, un'impresa con maggiore forza contrattuale può imporre una maggiore dilazione nel pagamento del debito oppure, grazie ad un diverso livello di garanzie, ottenere affidamenti più elevati, anche se l'introduzione di Basilea 2, da un certo punto di vista, ha reso i comportamenti dei soggetti eroganti più omogenei che in passato.

6.3.1 L'indice di autonomia finanziaria

L'indice di autonomia finanziaria è dato dal rapporto fra patrimonio netto e totale delle fonti; esso esprime quanta parte degli investimenti è complessivamente coperta da mezzi propri ed esprime il livello di autosufficienza di una società:

$$\text{Indice di autonomia finanziaria} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale fonti}}$$

È evidente che più elevato è l'indice, maggiore è l'indipendenza dai finanziatori esterni, ma è alquanto complesso definire in termini assoluti una soglia ottimale di riferimento. Le politiche di indebitamento dipendono in buona parte dalle caratteristiche del business, dal livello degli investimenti mediamente richiesti e dal loro turnover, dal posizionamento competitivo, dalla marginalità operativa, dalla fase di vita dell'azienda, ecc.

Evidenze empiriche testimoniano che possono esservi differenze anche rilevanti a seconda del settore ed è complesso definire un valore di riferimento, in quanto si corre il rischio di incorrere in astrazioni che non rispecchiano le variegate caratteristiche operative del mercato. Ciononostante gli analisti sono soliti utilizzare alcuni parametri per apprezzare il livello di autonomia finanziaria¹:

- fra 0% e 33%: area di rischio;
- fra 33% e 50%: area di sorveglianza;
- fra 50% e 66%: area di normalità;

¹ Cfr. Giunta, *Analisi di Bilancio*, op. cit., pag. 419.

- fra 66% e 100%: eccesso di autonomia finanziaria e scarso ricorso alla leva dell'indebitamento.

Si tratta di valori teorici di riferimento, evidentemente da interpretare alla luce dalle caratteristiche del settore.

Occorre in aggiunta osservare che nel nostro Paese le imprese tendono ad essere più sottocapitalizzate rispetto alla media europea ed è frequente imbattersi in range riconducibili ad aree di rischio o di sorveglianza. Tale dato potrebbe però risultare parzialmente falsato se non si considerano gli ulteriori apporti effettuati dai soci a titolo gratuito e oneroso (dal classico finanziamento infruttifero al più strutturato prestito obbligazionario). Essi rappresentano sovente un'alternativa alla sottoscrizione di capitale in quanto non vincolano in modo permanente il patrimonio personale dell'imprenditore e presentano caratteristiche di maggiore flessibilità per il rimborso.

Per tali ragioni, in alcuni casi può essere opportuno determinare l'indice di autonomia finanziaria trattando almeno i finanziamenti infruttiferi dei soci alla stregua del capitale proprio. Il rapporto si modifica dunque alla seguente maniera:

$$\text{Indice di autonomia finanziaria} = \frac{\text{Patrimonio netto} + \text{Finanziamenti soci}}{\text{Totale fonti}}$$

Tale scelta dipende da vari fattori fra cui: la dimensione dell'impresa, il numero dei soci, le caratteristiche del finanziamento, il numero dei soci sottoscrittori, ecc.

6.3.2 Il rapporto debt/equity (D/E)

Il rapporto debt/equity si origina dal confronto tra la posizione finanziaria netta complessiva (*debt* secondo la terminologia anglosassone) e il patrimonio netto (*equity*), così come risultano dallo Stato patrimoniale riclassificato secondo una logica funzionale:

$$\frac{\text{Debt}}{\text{Equity}} = \frac{\text{Posizione finanziaria netta}}{\text{Patrimonio netto}}$$

Esso indica quante volte i finanziamenti netti a titolo oneroso siano superiori al patrimonio netto; maggiore è il risultato del rapporto, più elevata è l'esposizione nei confronti dei terzi. Pur essendo complesso generalizzare, l'equilibrio si ha quando il rapporto è pari all'unità, ovvero quando debt e equity sono pressoché simili. Anche in questo caso, tuttavia, non si può prescindere dalle caratteristiche del settore di riferimento.

Un aspetto a cui l'analista dovrebbe prestare attenzione è rappresentato dalla qualità delle attività finanziarie. La posizione finanziaria netta, o debt, è infatti determinata come differenza tra debiti finanziari e investimenti della medesima natura (crediti, partecipazioni, titoli, disponibilità liquide). Mentre il debito è un dato cer-

to, una parte degli impieghi potrebbe presentare valori contabili superiori a quelli ragionevolmente e prudenzialmente congrui. Ad esempio, se gli amministratori non procedono a svalutare un credito finanziario difficilmente esigibile o una partecipazione che presenta perdite, il debt risulta più contenuto di quello effettivo, con la conseguenza che il rapporto ne esce migliorato. Un semplice esempio può aiutare a comprendere meglio questo aspetto.

Si supponga che una società presenti la seguente situazione patrimoniale:

Impieghi		Fonti	
Attività operative	1.000	Patrimonio netto	300
Partecipazioni	400	Passività operative	400
Crediti finanziari	100	Passività finanziarie	850
Disponibilità liquide	50		
Totale	1.550	Totale	1.550

L'equity è pari al patrimonio netto, ovvero 300 euro. Il debt è calcolato sottraendo alle passività finanziarie (850 euro) l'ammontare delle attività finanziarie: partecipazioni, crediti finanziari e disponibilità liquide ($= 400+100+50 = 550$ euro) ed è dunque pari a 300 euro.

Consequentemente il rapporto debt/equity è uguale a 1 ($= 300/300$).

Cosa accade se le partecipazioni sono in realtà sopravvalutate di 100 euro e il 50% dei crediti finanziari risulta inesigibile? Il debt diventa pari a 450 euro, con la conseguenza che il rapporto debt/equity peggiora da 1 a 1,5 evidenziando un più elevato livello di indebitamento.

Analogamente a quanto detto precedentemente a proposito dell'indice di autonomia finanziaria, potrebbe essere opportuno considerare alla stregua del patrimonio netto i finanziamenti effettuati dai soci, tenendo ben presente alcune condizioni, quali ad esempio: la dimensione dell'impresa, il numero dei soci, le caratteristiche del finanziamento, ecc. In alcuni casi tali finanziamenti (soprattutto se infruttiferi e a data di rimborso indeterminata) possono essere infatti assimilati all'equity e trattati pertanto in modo analogo ai fini della determinazione del rapporto D/E.

6.4. LA CORRELAZIONE TRA IMPIEGHI E FONTI

Perché una situazione aziendale possa dirsi equilibrata, occorre che, tendenzialmente, esista una proporzione fra gli investimenti e i finanziamenti di analoga durata. In altre parole, è opportuno che:

- gli impieghi non correnti siano finanziati con fonti non correnti;
- gli impieghi correnti siano finanziati con fonti correnti.

La ragione è evidente. Se, ad esempio, si intende finanziare l'acquisto di un bene strutturale come un immobile, si prendono in considerazione fonti che abbiano tempi e modalità di rimborso in linea con le caratteristiche e l'orizzonte di utilizzo

del bene medesimo; la scelta può ricadere, a seconda delle condizioni, su un mutuo, un leasing, un finanziamento a lungo termine, un prestito obbligazionario, ecc. Al contrario, se si vuole finanziare l'acquisto di materie prime per alimentare il processo produttivo, possiamo prendere in esame fonti a più breve scadenza, come uno scoperto di conto corrente.

In altre parole, la fonte di finanziamento deve essere correlata alla tipologia di impiego da un punto di vista temporale. In *tavola 6.1* è data una esemplificazione di una correlazione equilibrata.

Tavola 6.1 - Correlazione equilibrata tra impieghi e fonti

Impieghi non correnti	----->	Attività non correnti 20	Patrimonio netto 10	}	Fonti non correnti	-----<
			Pass. non correnti 10			
Impieghi correnti	----->	Attività correnti 15	Passività correnti 15		Fonti correnti	-----<

Le attività non correnti, che costituiscono gli investimenti di lungo periodo, sono esattamente pari alle fonti di analoga durata, rappresentate dal patrimonio netto e dalle passività non correnti (di finanziamento e di funzionamento). Analogamente, le attività correnti sono del medesimo importo delle passività correnti.

Nella realtà è difficile che si riesca a mantenere un equilibrio perfetto, in quanto la razionalità limitata, le situazioni contingenti e le asimmetrie informative non contribuiscono a mantenere ottimale la proporzione fra impieghi e fonti.

In linea di massima, possono profilarsi due situazioni alternative. Può accadere, come prima ipotesi, che le fonti non correnti finanzino sia le attività non correnti che parte di quelle correnti. Ciò significa che una porzione di attività a breve è coperta da fonti di lungo periodo, come evidenziato in *tavola 6.2*.

Come seconda ipotesi, può al contrario verificarsi che le fonti correnti finanzino sia le attività correnti che parte di quelle non correnti. Ciò significa che una porzione di attività a lungo è coperta da fonti di breve periodo, come messo in evidenza in *tavola 6.3*.

In entrambi casi la correlazione tra fonti e impieghi non è del tutto equilibrata.

Tuttavia, la prima ipotesi è di gran lunga preferibile alla seconda, dal momento che una parte delle attività di breve periodo è coperta da fonti di lungo termine. Ciò significa, ad esempio, che un mutuo è parzialmente utilizzato per finanziare la gestione commerciale (rimanenze, posizioni creditorie, ecc.).

Nel secondo caso, invece, una parte di fonti di breve periodo copre una porzione di investimenti strutturali; questo vuol dire, ad esempio, che l'acquisto di un immobile è per una certa quota finanziato con passività a breve.

Tavola 6.2 - Copertura di parte delle attività correnti con fonti di lungo periodo

Impieghi non correnti	Attività non correnti 20	Patrimonio netto 10	} Fonti non correnti
		Pass. non correnti 15	
Impieghi correnti	Attività Correnti 15	Passività correnti 10	Fonti correnti

Tavola 6.3 - Copertura di parte delle attività non correnti con fonti di breve periodo

Impieghi non correnti	Attività non correnti 20	Patrimonio netto 10	} Fonti non correnti
		Pass. non correnti 7	
Impieghi correnti	Attività Correnti 15	Passività correnti 18	Fonti correnti

È evidente che la prima situazione è più sostenibile, in quanto gli impieghi correnti sono coperti in parte da una fonte che:

- a) presenta una scadenza più lontana nel tempo;
- b) è meno costosa in termini di oneri finanziari.

Ai fini dell'analisi della solidità, è dunque importante accertare le condizioni di equilibrio attraverso il confronto tra impieghi e fonti in funzione della durata. In quest'ottica, oltre alla verifica appena presa in esame, può essere di aiuto approfondire il margine di struttura e il correlato indice di copertura delle immobilizzazioni.

6.4.1 Il margine di struttura e l'indice di copertura delle immobilizzazioni

Come si è appena osservato, la copertura degli impieghi strutturali rappresenta una variabile critica al fine di valutare la solidità di un'azienda: in particolare, è opportuno che le attività non correnti siano integralmente finanziate con fonti di lungo

periodo, in quanto l'eventuale e parziale utilizzo di fonti di breve termine produce una situazione di squilibrio.

Le fonti di lungo periodo sono di due tipi: a titolo gratuito, ossia il patrimonio netto, e a titolo oneroso, cioè le passività non correnti (di finanziamento e di funzionamento). Il margine di struttura vuole evidenziare quanta parte delle attività non correnti è coperta dal patrimonio netto, ovvero dalla fonte che non è soggetta a rimborso e che non comporta il pagamento di oneri finanziari:

$$\text{Margine di struttura} = \text{Patrimonio netto} - \text{Attività non correnti}$$

Più elevato è il valore che esso assume, più solida è la situazione aziendale nel suo complesso, dal momento che è maggiore la parte delle attività non correnti (assets immateriali, materiali e finanziari) acquisita con mezzi propri.

Oltre al margine di struttura, è possibile calcolare l'indice di copertura delle immobilizzazioni, espresso dal rapporto tra patrimonio netto e attività non correnti; esso indica, in termini percentuali, quanta parte degli investimenti strutturali è finanziata con capitale proprio:

$$\text{Indice di copertura delle immobilizzazioni} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Attività non correnti}}$$

L'indice risulta particolarmente utile per effettuare confronti con i dati medi settoriali. Anche in questo caso, infatti, non è possibile fare riferimento a valori preordinati, a causa della diversa intensità degli investimenti strutturali in funzione del tipo di attività svolta.

Inoltre, considerata la tendenziale sottocapitalizzazione propria delle imprese italiane, non è infrequente rilevare percentuali non elevate, anche se esistono differenze marcate a seconda dei comparti.

Ripercorrendo il ragionamento svolto a proposito dell'indice di autonomia finanziaria, i risultati ottenuti rischiano di risultare parzialmente falsati se non si considerano gli ulteriori apporti effettuati dai soci a titolo gratuito e oneroso (dal classico finanziamento infruttifero al più strutturato prestito obbligazionario). Essi rappresentano sovente un'alternativa alla sottoscrizione di capitale in quanto non vincolano in modo permanente il patrimonio personale dell'imprenditore e presentano caratteristiche di maggiore flessibilità per il rimborso.

Pertanto, in alcuni casi, può essere opportuno determinare l'indice di copertura delle immobilizzazioni considerando i finanziamenti infruttiferi dei soci con durata indeterminata alla stregua del capitale proprio. Il rapporto si modifica alla seguente maniera:

$$\text{Indice di copertura delle immobilizzazioni} = \frac{\text{Patrimonio netto} + \text{Finanziamenti soci}}{\text{Attività non correnti}}$$

Come già ricordato, tale scelta dipende da vari fattori fra cui: la dimensione dell'impresa, il numero dei soci, le caratteristiche del finanziamento, il numero dei soci sottoscrittori, ecc.

6.5. LA CORRELAZIONE TRA FONTI E REDDITIVITÀ

La leva finanziaria, ovvero il ricorso all'indebitamento, rappresenta per un'impresa il volano per ampliare il proprio giro di affari e per raggiungere determinate soglie di fatturato. È dunque evidente che, almeno fino ad un certo livello, i mezzi di terzi rappresentano una risorsa imprescindibile per incrementare le potenzialità di sviluppo e per assicurare una soddisfacente redditività.

Esiste poi un limite fisiologico al di là del quale il finanziamento esterno riduce la sua spinta propulsiva ed erode la marginalità economica per effetto degli oneri. Conseguentemente, l'imprenditore prima e l'analista successivamente devono monitorare con attenzione il rapporto che esiste: *a)* tra indebitamento e ricavi e *b)* tra risultati operativi e costi finanziari. A tal fine, è opportuno esaminare gli indicatori attinenti a:

- l'intensità del finanziamento;
- il rapporto tra redditività e costo del finanziamento.

6.5.1 L'indice di intensità del finanziamento

L'indice di intensità del finanziamento è determinato attraverso il rapporto tra debiti finanziari e ricavi netti ed esprime il livello di indebitamento necessario per realizzare un dato livello di fatturato²:

$$\text{Indice di intensità del finanziamento} = \frac{\text{Debiti finanziari}}{\text{Ricavi netti}}$$

Più basso è il valore risultante, minore è la necessità di ricorrere ai terzi per sostenere i ricavi delle vendite.

Tale indice assume particolare rilevanza se confrontato in una progressione temporale, al fine di accertare se esiste una proporzionalità fra dinamica dei ricavi ed evoluzione dell'indebitamento. Si possono presentare tre differenti fattispecie:

- se i debiti finanziari e i ricavi netti variano nella stessa misura, l'indice di intensità del finanziamento resta inalterato;
- se i ricavi netti si incrementano più velocemente dei debiti, l'incidenza degli oneri finanziari si riduce, così come anche l'indice di intensità del finanziamento;

² Cfr. E. Paravani (a cura di), *Analisi finanziaria*, McGraw-Hill, 2002, pag. 166.

- se i ricavi netti si incrementano meno velocemente dei debiti, l'incidenza degli oneri finanziari aumenta, così come anche l'indice di intensità del finanziamento. Un semplice esempio può aiutare a capire queste relazioni. Si supponga che nell'anno 1 un'impresa presenti ricavi pari a 1.000 euro, debiti finanziari di 300 euro e un costo del finanziamento pari al 5%.

Come si può osservare nella prima colonna della tabella, gli oneri finanziari ammontano a 15 euro, il rapporto oneri finanziari/ricavi è di 1,5% e l'indice di intensità del finanziamento è del 30%.

	anno 1	anno 2	Variaz.	Anno 3	Variaz.
Ricavi	1.000	1.200	20,00%	1.500	25,00%
Debiti finanziari	300	360	20,00%	450	25,00%
Tasso di interesse	5,00%	5,00%	0,00%	5,00%	0,00%
Oneri finanziari	15	18	20,00%	23	25,00%
Oneri finanziari/Ricavi	1,50%	1,50%	0,00%	1,50%	0,00%
Debiti finanziari/Ricavi	30,00%	30,00%	0,00%	30,00%	0,00%

Negli anni successivi, i ricavi e i debiti finanziari aumentano della stessa percentuale, rispettivamente del 20% nell'anno 2 e del 25% nell'anno 3. È immediato verificare che sia il rapporto «oneri finanziari/ricavi» che quello «debiti finanziari/ricavi» risultano immutati. Ciò significa che, se debiti finanziari e ricavi variano in modo costante, l'indice di intensità del finanziamento resta inalterato, in quanto l'indebitamento necessario per realizzare un dato livello di fatturato è proporzionalmente lo stesso.

Si ipotizzi ora che i ricavi netti e i debiti finanziari crescano nel secondo e nel terzo anno rispettivamente del 10% e del 20%. Come si può osservare, i rapporti «oneri finanziari/ricavi» e «debiti finanziari/ricavi» si incrementano.

	anno 1	anno 2	Variaz.	Anno 3	Variaz.
Ricavi	1.000	1.100	10,00%	1.210	10,00%
Debiti finanziari	300	360	20,00%	432	20,00%
Tasso di interesse	5,00%	5,00%	0,00%	5,00%	0,00%
Oneri finanziari	15	18	20,00%	22	20,00%
Oneri finanziari/Ricavi	1,50%	1,64%	9,09%	1,79%	9,09%
Debiti finanziari/Ricavi	30,00%	32,73%	9,09%	35,70%	9,09%

Ciò significa che, se i debiti finanziari aumentano in misura maggiore dei ricavi: a) gli oneri finanziari tendono ad erodere una maggiore percentuale di questi ultimi e b) l'indice di intensità del finanziamento è più elevato, in quanto il capitale di terzi necessario per realizzare un dato livello di fatturato è proporzionalmente maggiore. Infine, si consideri il caso opposto, cioè che i ricavi netti e i debiti finanziari aumentino nel periodo rispettivamente del 30% annuo e del 20%.

Come conseguenza, si ha un decremento nei rapporti «oneri finanziari/ricavi» e «debiti finanziari/ricavi».

6. Analisi della solidità

	anno 1	anno 2	Variaz.	Anno 3	Variaz.
Ricavi	1.000	1.300	30,00%	1.690	30,00%
Debiti finanziari	300	360	20,00%	432	20,00%
Tasso di interesse	5,00%	5,00%	0,00%	5,00%	0,00%
Oneri finanziari	15	18	20,00%	22	20,00%
Oneri finanziari/Ricavi	1,50%	1,38%	-7,69%	1,28%	-7,69%
Debiti finanziari/Ricavi	30,00%	27,69%	-7,69%	25,56%	-7,69%

In altre parole, se i ricavi aumentano in misura maggiore dei debiti finanziari, gli oneri finanziari tendono ad erodere una minore percentuale dei ricavi stessi e l'indice di intensità del finanziamento si riduce, in quanto l'indebitamento necessario per realizzare un dato livello di fatturato è proporzionalmente minore.

L'indice varia naturalmente da settore a settore e, in linea di massima, un rapporto superiore al 50%-60% è da giudicarsi a rischio.

6.5.2 L'indice di copertura degli oneri finanziari

Riclassificando il Conto economico secondo la logica a valore aggiunto, si è osservato che il margine operativo lordo (MOL) e il margine operativo netto (MON) rappresentano i risultati della gestione operativa disponibili per fare fronte agli oneri relativi alle altre aree gestionali, *in primis* quella finanziaria. Il rapporto in questione esprime il grado di copertura che il margine operativo lordo fornisce agli oneri finanziari e indica in che misura il MOL è sufficientemente capiente per remunerare il capitale di terzi:

$$\text{Indice di copertura degli oneri finanziari} = \frac{\text{Margine operativo lordo}}{\text{Oneri finanziari}}$$

La scelta del numeratore cade sul MOL in quanto, essendo espresso al lordo dei costi non monetari, esprime meglio del MON la disponibilità di risorse effettive per far fronte al pagamento degli oneri finanziari.

Naturalmente si tratta di una disponibilità indicativa, dal momento che lo sfasamento tra manifestazione finanziaria ed economica rende il MOL solo parzialmente idoneo ad evidenziare la capacità di soddisfare i finanziatori esterni. I valori del rapporto possono variare in base al settore, anche se evidenze empiriche mostrano che solitamente tale indice dovrebbe essere superiore a 5, per quanto tale dato debba essere confrontato con le medie settoriali.

Esso può attestarsi a livelli più bassi qualora l'ammontare dei costi non monetari sia mediamente contenuto.

6.5.3 L'indice di copertura dei debiti finanziari

Il margine operativo lordo deve assicurare non soli il pagamenti degli oneri finanziari, ma anche il rimborso del debito contratto.

L'indice di copertura dei debiti finanziari evidenzia pertanto l'attitudine del MOL a restituire il capitale preso a prestito:

$$\text{Indice di copertura dei debiti finanziari} = \frac{\text{Margine operativo lordo}}{\text{Debiti finanziari}}$$

Con riferimento a tale rapporto, valgono le stesse avvertenze messe in rilievo per l'indice di copertura degli oneri finanziari: il MOL, a causa dello sfasamento fra costi e ricavi, non è una misura puntuale delle disponibilità liquide e perciò attesta soltanto quanto residua della gestione operativa per rimborsare i finanziatori.

I valori del rapporto variano in base al settore, anche se evidenze empiriche mostrano che, solitamente, tale indice dovrebbe essere superiore al 40%.

6.6. LA CORRELAZIONE TRA IMPIEGHI E REDDITIVITÀ

Lo svolgimento di un'attività richiede un determinato livello di investimenti, che varia in funzione del business e delle dimensioni aziendali. È auspicabile che, nel medio-lungo termine, il volume dei ricavi prodotti sia congruo rispetto a tali investimenti. Se non è così, è probabile che il management non sia in grado di sfruttare adeguatamente il capitale a disposizione o che esso sia sproporzionato rispetto alle esigenze operative.

In quest'ottica, è rilevante accertare «quanti euro di vendite sono stati prodotti per ogni euro di attività investite nell'impresa»³. Per fare questo, occorre determinare il turnover del capitale, che è pari al rapporto tra ricavi netti e totale degli impieghi:

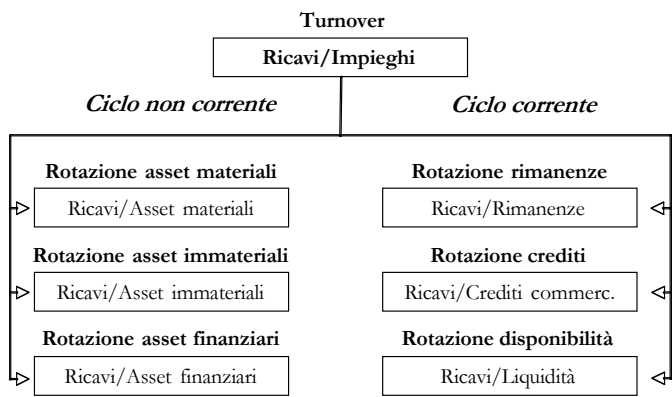
$$\text{Turnover del capitale} = \frac{\text{Ricavi netti}}{\text{Totale impieghi}}$$

Più il turnover è elevato, migliore è l'utilizzo del capitale investito. Ad esempio, si ipotizzi che due imprese, A e B, presentino gli stessi impieghi, pari a 100 euro; A ha però conseguito ricavi netti per 400 euro e B per 550 euro. Il turnover nel primo caso è pari a 4, nel secondo a 5,5: ciò significa che, per una serie di fattori (maggior efficienza, strategie più coerenti, management più capace, ecc.), B ha saputo sfruttare le proprie attività in modo migliore di A.

Talvolta è utile scomporre gli impieghi nelle loro componenti elementari per individuare il tasso di rotazione dei vari elementi che compongono l'attivo e comprendere il contributo di ciascuno di essi nella composizione del turnover (*tavola 6.4*).

³ Cfr. Paravani, *Analisi finanziaria*, op. cit., pag. 152.

Tavola 6.4 - Scomposizione del turnover



La sommatoria dei singoli indici non è pari al turnover complessivo, ma ciascuno di essi pone in evidenza il peso specifico assunto nella rotazione del capitale. Ad esempio, un'impresa che ha realizzato ricavi netti per 40.000 euro, presenta la seguente situazione patrimoniale:

Impieghi	
Asset immateriali	1.000
Asset materiali	5.000
Rimanenze	3.000
Crediti commerciali	2.000
Disponibilità liquide	500
Totale impieghi	11.500

La scomposizione del turnover è la seguente:

Turnover	
Ricavi/Asset immateriali	40,00
Ricavi/Asset materiali	8,00
Ricavi/Rimanenze	13,33
Ricavi/Crediti commerciali	20,00
Ricavi/Disponibilità liquide	80,00
Turnover totale	3,48

Come è immediato osservare, gli assets materiali, che costituiscono il 44% degli impieghi, presentano il tasso di rotazione più contenuto; quello più elevato è invece assegnato alle disponibilità liquide.

6.7. PROBLEMATICHE LEGATE ALLA VALORIZZAZIONE AL FAIR VALUE

L'analisi della solidità è fortemente influenzata dall'introduzione degli standard contabili IAS/IFRS e soprattutto dalla possibilità di rideterminare parte delle poste attive sulla base del *fair value* che esse sono in grado di esprimere⁴.

Il fair value, mirando ad allineare il valore delle poste contabili con quello mediamente espresso dal mercato, sottintende una logica di valutazione più aggressiva, che potrebbe portare a temporanee o permanenti sopravvalutazioni degli impieghi e ad un conseguente annacquamento del capitale. La rideterminazione dei valori trova infatti contropartita in una riserva nel patrimonio netto appositamente costituita. Si tratta di un eventuale effetto distorsivo che potrebbe essere innescato da errori di valutazione o da comportamenti poco trasparenti e che, di fatto, influisce sensibilmente sull'analisi del bilancio di esercizio.

Si pensi, ad esempio, alle conseguenze di una rideterminazione al fair value delle attività sugli indici di autonomia finanziaria e sul debt/equity; il patrimonio netto, per effetto della riserva, si incrementa e la dotazione di mezzi propri risulta più elevata.

Conseguentemente entrambi gli indicatori, a parità di altre condizioni, migliorano, in quanto il peso del capitale di terzi sul totale delle fonti diminuisce: pertanto l'indebitamento appare più contenuto e viene registrata una situazione nel complesso più equilibrata. Se la valorizzazione al fair value non è corretta, si rischia però di trarre conclusioni erranee sulla composizione dei finanziamenti, che costituisce una delle variabili critiche da tenere sotto controllo.

L'indice di copertura delle immobilizzazioni, invece, non subisce variazioni, in quanto impieghi e patrimonio netto subiscono lo stesso incremento; parzialmente penalizzato può invece risultare il turnover in quanto, a parità di fatturato, gli impieghi aumentano e dunque si riduce l'indice di rotazione complessivo.

⁴ Cfr. G. Liberatore, «Il fair value nella valutazione dei beni immateriali», in *Revisione contabile*, n. 62, 2005; L. Marchi, *Evoluzione dei principi contabili e dei criteri di valutazione: dal costo al «fair value»*, in «Revisione contabile», n. 57, 2004; M. Pizzo, *Il fair value nel bilancio di esercizio*, Padova, Cedam, 2000; A. Quagli, «L'inarrestabile ascesa del criterio del fair value nelle valutazioni di bilancio secondo i recenti standard IASB», in *Revisione contabile*, n. 41, 2001.

Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer