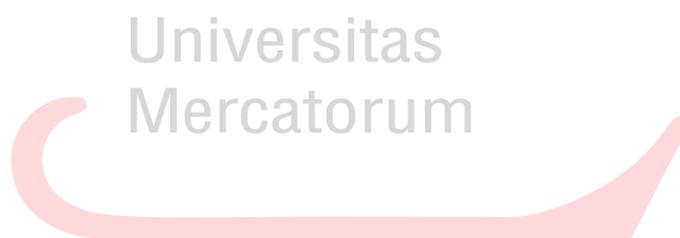




GLI INDICI DI SOLIDITÀ  
*Laura Martiniello*

# Indice

1. PREMESSA	3
2. LA MODALITÀ DI FINANZIAMENTO DELLE IMMOBILIZZAZIONI	5
3. GLI INDICATORI RELATIVI AL FINANZIAMENTO DELLE IMMOBILIZZAZIONI	8
4. L'ANALISI DEL GRADO DI INDEBITAMENTO	11
5. GLI INDICI DI COMPOSIZIONE DEL PASSIVO	13
6. IL QUOZIENTE DI INDEBITAMENTO FINANZIARIO ED IL GRADO DI AUTONOMIA FINANZIARIA	15



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 1. PREMESSA

L'analisi della performance economico-finanziaria attraverso il bilancio si sviluppa quindi lungo tre dimensioni:

- l'analisi dell'equilibrio finanziario nel medio-lungo termine, denominata analisi della solidità aziendale;
- l'analisi dell'equilibrio finanziario nel breve termine, denominata analisi della liquidità aziendale;
- l'analisi dell'equilibrio economico (necessariamente riferita al medio-lungo termine), denominata analisi della redditività aziendale.

In questa dispensa ci soffermiamo sull'analisi dell'equilibrio finanziario nel medio-lungo termine attraverso l'analisi della solidità aziendale.

Un'impresa è “solida” se è in grado di mantenersi in equilibrio finanziario nel medio-lungo termine, superando eventuali perturbazioni di breve termine negli equilibri aziendali.

I punti centrali da analizzare sono, quindi:

- le modalità di finanziamento delle immobilizzazioni;
- il grado di autonomia finanziaria.

In sintesi l'analisi persegue i seguenti obiettivi:

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

obiettivi:



- capacità della configurazione del patrimonio aziendale a tenere in equilibrio entrate ed uscite monetarie nel medio-lungo termine
- mantenimento tendenziale dell'equilibrio finanziario nel medio-lungo termine, resistendo agli eventi negativi, interni o esterni

Universitas  
Mercatorum



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 2. LA MODALITÀ DI FINANZIAMENTO DELLE IMMOBILIZZAZIONI

Con riferimento al primo profilo ovvero alla modalità di finanziamento delle immobilizzazioni, è necessario accertare che le immobilizzazioni (che tornano in forma liquida nel medio-lungo termine), non siano finanziate con fonti a breve termine.

In particolare, le modalità di finanziamento delle immobilizzazioni devono essere analizzate sotto i seguenti profili:

- l'autonomia nelle scelte di reinvestimento;
- il rischio di insolvenza.

Le modalità di possibile finanziamento delle immobilizzazioni sono tre:

- il patrimonio netto;
- il passivo non corrente;
- il passivo corrente.

Il patrimonio netto è la modalità di finanziamento delle immobilizzazioni che conferisce maggiore solidità all'impresa, in quanto i flussi derivanti dal ritorno in forma liquida dell'investimento non devono essere destinati al rimborso delle fonti di finanziamento, e pertanto l'impresa è pienamente autonoma nelle scelte di reinvestimento. Inoltre, l'effetto sul rischio di insolvenza è nullo, non costituendo il patrimonio netto una fonte con obbligo di rimborso predeterminato. Questa modalità di finanziamento assicura una crescita autonoma anche se non sfrutta appieno le opportunità offerta dall'indebitamento attraverso la c.d. “leva finanziaria”.

Infatti, il passivo non corrente, generalmente per le PMI sotto forma di debiti bancari a m/l termine, è tuttavia nella pratica un

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

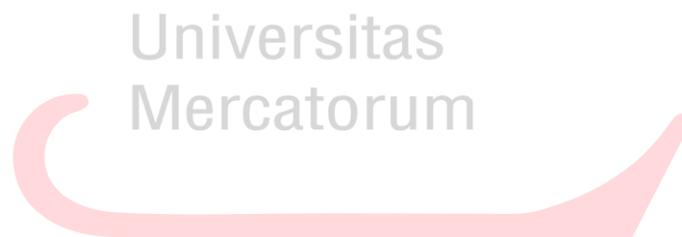
normale e fisiologico completamento del patrimonio netto ai fini del finanziamento delle immobilizzazioni, poiché, anche se riduce la solidità, consente all'impresa di crescere maggiormente, pur rimanendo soddisfacentemente solida.

Ciò avviene, però, solo quanto le scadenze di rimborso delle passività sono sincronizzate con il tempo di ritorno in forma liquida dell'investimento. In tal caso, il cash flow che deriva dal ritorno in forma liquida dell'investimento deve essere destinato al rimborso dei prestiti. L'impresa pertanto non è autonoma nelle scelte di reinvestimento, per le quali deve raccogliere nuove risorse finanziarie. Inoltre, il rischio di insolvenza aumenta per effetto delle obbligazioni assunte, anche se la sincronizzazione dei tempi tra fonti ed impieghi dovrebbe scongiurare vere e proprie situazioni di insolvenza (a meno che, ovviamente, non subentrino performance reddituali negative).

Infine, è assolutamente da evitare il finanziamento delle immobilizzazioni con passivo corrente, poiché in tal caso l'impresa sarebbe chiamata ad estinguere i prestiti quando gli investimenti non sono ancora tornati in forma liquida, comportando l'incapacità del cash flow di fronteggiare i debiti in scadenza e condizionando le opportunità di crescita alla possibilità di re-indebitamento.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

<b>con Mezzi Propri</b>	<b>con Passività Consolidate</b>	<b>con Passività Correnti</b>
Reinvestimento del “cash-flow da ammortamento”  Crescita autonoma	“Cash-flow da ammortamento” destinato al rimborso del finanziamento  Crescita condizionata dal limite alla possibilità di reindebitamento	Incapacità del “cash-flow da ammortamento” a fronteggiare i debiti in scadenza  Crescita condizionata dalla possibilità di reindebitamento



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

### 3. GLI INDICATORI RELATIVI AL FINANZIAMENTO DELLE IMMOBILIZZAZIONI

Approfondiamo gli indicatori di bilancio che consentono di verificare facilmente le modalità di finanziamento dell'attivo fisso.

Per verificare quanta parte dell'attivo fisso è finanziata con patrimonio netto, si può calcolare il rapporto tra patrimonio netto (PN) e attivo fisso (AF), il c.d. “Quoziente di struttura primario”:

#### **Mezzi Propri / Attivo Fisso**

Quando  $MP/AF$  è maggiore di 1, il finanziamento avviene integralmente con patrimonio netto.

Non è possibile indicare un numero soglia per questo indice, anche se in generale si ritiene soddisfacente un valore di almeno 0,6/0,7, cioè una situazione nella quale ben oltre il 50% delle immobilizzazioni è finanziata con Mezzi Propri.

Più importante è verificare come è finanziata la residua parte dell'AF. Ciò viene fatto calcolando il rapporto tra mezzi propri e passivo consolidato al numeratore, e attivo fisso al denominatore:

#### **Mezzi Propri + Passivo consolidato / Attivo Fisso**

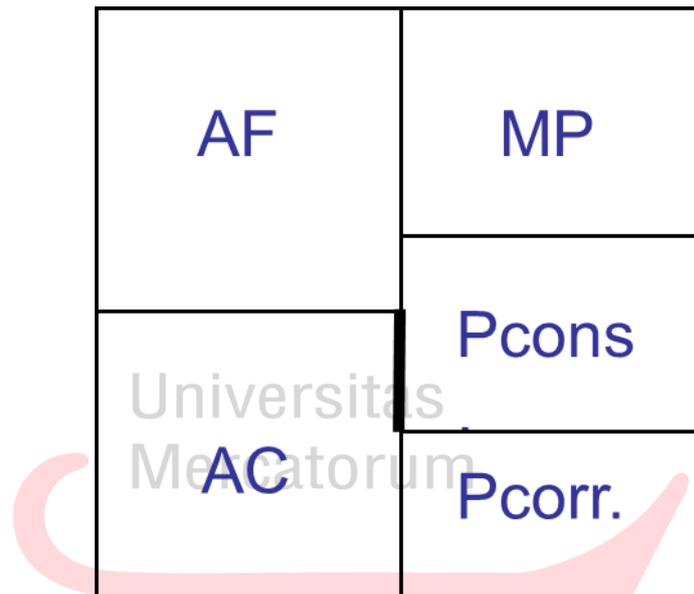
Tale indice è denominato “Quoziente secondario di struttura”.

L'indice  $(MP+PC)/AF$  deve essere maggiore di 1; in tal caso il finanziamento delle immobilizzazioni avviene integralmente con fonti a medio-lungo termine (c.d. passivo permanente). Tale indice esclude

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

pertanto, se maggiore di 1, che vi sia stato finanziamento delle immobilizzazioni con passivo corrente.

La situazione patrimoniale nel caso di quoziente secondario di struttura maggiore di 1 può essere rappresentata nel modo seguente (assumendo le aree proporzionali ai valori):



Lo schema evidenzia come, nel caso di quoziente secondario di struttura maggiore di 1, parte dell'attivo circolante sia finanziata con passivo consolidato, assicurando una buona solidità.

Viceversa, nel caso di quoziente secondario di struttura inferiore ad 1, parte dell'attivo fisso sarà finanziata con passivo corrente, mettendo l'impresa a rischio costante di insolvenza.

Anche un eccessivo ricorso a passività consolidate e mezzi propri è controproducente per l'impresa in quanto genererà un'eccessiva rigidità delle fonti ed un costo elevato di approvvigionamento (costo del debito) che potrebbe essere coperto attraverso dilazioni di

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

pagamento ovvero debiti di natura commerciale che, a differenza dei debiti finanziari non sono onerosi.



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 4. L'ANALISI DEL GRADO DI INDEBITAMENTO

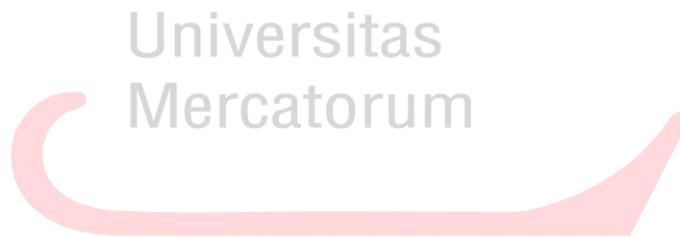
L'analisi del grado di indebitamento viene realizzata attraverso:

- Indici di composizione del passivo, che permettono di misurare il grado di autonomia finanziaria dell'impresa e (come necessario complemento a uno) il grado di indebitamento a breve e medio/lungo termine.
- Quozienti di indebitamento, che si basano sulla natura delle fonti e incidono direttamente sulla dipendenza finanziaria da terzi.

Questi ultimi rappresentano un indicatore rilevante in quanto comprendono solo i debiti finanziari, che determinano problemi in termini di solidità:

- limiti allo sviluppo (per il rimborso)
- dipendenza dall'esterno
- riflessi negativi sulla redditività, se la leva finanziaria è negativa
- dipendenza dalle variazioni dei tassi, con ripercussioni sulla redditività.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 5. GLI INDICI DI COMPOSIZIONE DEL PASSIVO

Tra gli indici di composizione del passivo abbiamo l'indice di autonomia finanziaria dato da:

### **Mezzi propri / Capitali di Finanziamento**

Esso esprime l'entità del patrimonio dell'impresa rispetto al totale delle sue fonti. Un valore troppo basso indica un limitato capitale di rischio e quindi una c.d. “*thin capitalization*” dell'impresa. Una impresa sottocapitalizzata, in cui l'imprenditore investe risorse proprie molto ridotte (es. pari solo al 15-20% delle fonti) potrà avere difficoltà a reperire anche ulteriori fonti di finanziamento (es. finanziamenti bancari).

Una struttura finanziaria fortemente basata sull'indebitamento può essere, invece, fisiologica in alcune tipologie di operazioni come quelle di *project financing*.

Il complemento a 1 dell'indice di autonomia finanziaria è l'indice di indebitamento che è dato da:

### **Passivo Consolidato + Passivo corrente / Capitale di Finanziamento**

Ciò vuol dire che se l'indice di autonomia finanziaria è del 20%, l'indice di indebitamento sarà pari all'80%. Questo indice può a sua volta essere scomposto in due indici:

- l'indice di indebitamento a breve termine dato da:

### **Passivo corrente / Capitale di Finanziamento;**

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

- l'indice di indebitamento a medio/lungo termine dato da:

**Passivo consolidato / Capitale di Finanziamento.**

E' possibile, inoltre, calcolare il grado di indebitamento complessivo rispetto ai mezzi propri e non al totale delle fonti attraverso un indicatore che comprende i debiti commerciali. Tali debiti non creano problemi in termini di solidità.

**Passivo consolidato + Passivo corrente / Mezzi propri**

Anche questo indicatore potrà essere scomposto in due indici:

- l'indice di indebitamento complessivo a breve termine dato da:

**Passivo corrente / Mezzi propri;**

- l'indice di indebitamento complessivo a medio/lungo termine dato da:

**Passivo consolidato / Mezzi propri.**

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 6. IL QUOZIENTE DI INDEBITAMENTO FINANZIARIO ED IL GRADO DI AUTONOMIA FINANZIARIA

Come detto, un aspetto rilevante per la solidità è l'autonomia finanziaria dell'impresa, che dipende dal rapporto tra le fonti di terzi, o “esterne”, (rappresentate dai debiti finanziari, dai debiti commerciali e dai ricavi anticipati) e i mezzi propri (o patrimonio netto).

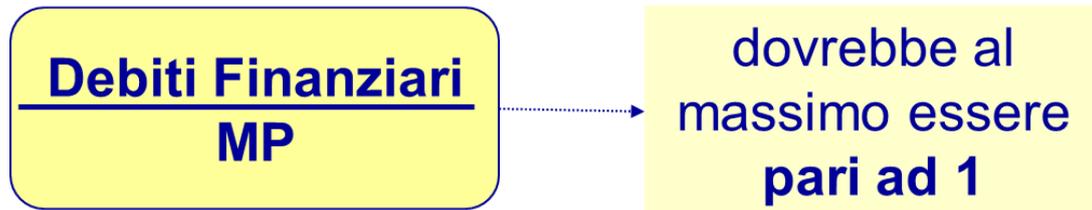
Tuttavia, l'esistenza di un elevato ammontare di debiti commerciali e ricavi anticipati (le c.d. “fonti operative”), che sono fonti auto-generate dall'attività operativa, non è generalmente sintomo di scarsa autonomia finanziaria, bensì anzi di un elevato potere contrattuale nei confronti delle controparti commerciali, perché si pattuiscono dilazioni lunghe con i fornitori e incassi anticipati con i clienti. In tal caso, non è l'impresa a perdere autonomia finanziaria nei confronti delle controparti, ma è anzi la parte forte che sposta i fabbisogni finanziari su di loro.

Al contrario, nel caso di debiti finanziari, le controparti (principalmente banche) sono in numero ridotto e, se finanziano la gran parte degli impieghi, acquisiscono un forte potere contrattuale nei confronti dell'impresa, che perde autonomia finanziaria. L'impresa sovra indebitata è, in altre parole, nelle mani delle banche, dalle quali dipende la sopravvivenza dell'impresa stessa. In tal senso, un'impresa troppo indebitata è poco solida.

Un quoziente che esprima il grado di autonomia finanziaria deve quindi confrontare i mezzi propri (ovvero il patrimonio netto) con i soli debiti finanziari.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

Il “Quoziente di indebitamento finanziario” (o “debt-to-equity ratio”) è ottenuto come rapporto tra debiti finanziari (DF) e patrimonio netto (PN).



Il calcolo di quest'indice, tuttavia, non si può basare sullo Stato Patrimoniale Finanziario, ma su un'altra modalità di riclassificazione dello Stato Patrimoniale.

Spesso, gli analisti calcolano l'indice nettando i debiti finanziari della liquidità esistente (L), poiché se l'impresa ha della liquidità, è come se fosse meno indebitata, potendo immediatamente estinguere una parte dell'indebitamento.

Si ha in tal caso il rapporto tra debiti finanziari netti (DFN) e mezzi propri.

### **DFN/MP**

dove  $\text{DFN} = \text{DF} - \text{L}$ .

Fino a valori di tali indici pari a 1/1,5 l'indebitamento è da giudicarsi fisiologico: un giusto supporto alla crescita aziendale senza pregiudicare la solidità.

A livelli di 1,5/2 l'indebitamento è elevato, e diviene problematico per la solidità a livelli significativamente superiori. L'impresa, in questa situazione, è poco solida a causa dell'elevato

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

rischio finanziario conseguente all’indebitamento, che aumenta i rischi di insolvenza.



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*