

## EQUILIBRIO PATRIMONIALE

Il concetto di “adeguatezza patrimoniale” e le sue relazioni con la variabilità dei risultati economici futuri e con la logica della leva finanziaria

di BRUNO DE ROSA<sup>1</sup>

*Sebbene la nozione di equilibrio patrimoniale costituisca un riferimento pressoché obbligato per chiunque sia interessato a comprendere in modo non superficiale lo “stato di salute” di una qualsivoglia azienda, la stessa viene generalmente fornita in termini alquanto sommari. Ne consegue una sorta di assimilazione dell’equilibrio di cui qui si discorre con quello finanziario (esaminato nella sua dimensione a medio-lungo termine) che non può dirsi di per sé sbagliata, ma che offusca la comprensione delle specificità del primo rispetto al secondo. Ciò non sarebbe così grave se non si depotenziasse, in tal modo, l’efficacia complessiva degli strumenti di analisi disponibili per la verifica preventiva dello “stato di salute” delle imprese. E’ per questa ragione che in questo contributo si ritiene opportuno fornire una definizione più precisa di equilibrio patrimoniale, in grado di migliorare la piena comprensione del fenomeno esaminato e, dunque, di favorire l’attività di prevenzione di eventuali squilibri futuri.*

### **EQUILIBRIO PATRIMONIALE: ALLA RICERCA DI UNA POSSIBILE DEFINIZIONE**

Non v’è testo di economia aziendale che non nomini esplicitamente tra gli equilibri fondamentali d’impresa – assieme a quelli economico e finanziario – l’equilibrio patrimoniale. Tuttavia, mentre con riferimento alle prime due forme di equilibrio, all’enunciazione generale del fenomeno fa seguito, in genere, una precisa definizione dello stesso capace di descriverlo compiutamente, altrettanto non può dirsi per quanto attiene all’equilibrio oggetto di studio in questo contributo. Il più delle volte, infatti, l’equilibrio patrimoniale viene descritto come una sorta di equilibrio finanziario di medio-lungo termine cosicché i due concetti vengono, di fatto, confusi tra loro. Si afferma, invero, abbastanza frequentemente che un’azienda presenta una corretta struttura patrimoniale se la configurazione complessiva delle fonti e degli impieghi di ricchezza che la contraddistingue è tale da rendere plausibile, nel medio e lungo andare, il pagamento delle obbligazioni contratte nei confronti dei terzi creditori. Ciò può anche essere vero, e probabilmente lo è, ma una simile definizione non consente – a modesto avviso di chi scrive – di apprezzare in maniera sufficientemente accurata le peculiarità tipiche della forma di equilibrio di cui qui si intende discorrere. Il che non sarebbe poi cosa così grave se a tale incapacità non fosse collegata la pressoché assoluta carenza di appropriati strumenti diagnostici per la prevenzione del dissesto patrimoniale. L’esame delle aziende maggiormente colpite dalla recente crisi – che non è solo finanziaria, ma anche e soprattutto economica, giova ribadirlo – dimostra, quasi sempre, che le stesse erano, da tempo, terribilmente sottopatrimonializzate. Sono giunte, pertanto, alla crisi in condizioni di estrema debolezza strutturale, il che non le ha certo aiutate a sopportare l’urto

---

<sup>1</sup> Queste pagine sono tratte dall’articolo *L’equilibrio patrimoniale di un’azienda*, in “Contabilità, Finanza e Controllo”, Il Sole 24 ORE, Milano, N. 1 Anno XXXIII, 2010, pagg. 34-41. Il testo originario è stato appositamente semplificato così da renderlo fruibile anche agli studenti del primo anno che intendono sostenere l’esame di Economia aziendale. Eventuali citazioni andrebbero fatte dalla versione originaria.

notevole sui bilanci provocato dall'improvviso calo dei fatturati e dalla stretta creditizia che ha caratterizzato il 2009. Chi scrive è portato a ritenere che una più attenta azione di controllo delle situazioni d'inadeguatezza patrimoniale da parte del ceto creditizio e una più seria risposta da parte della classe imprenditoriale all'endemico problema della sottocapitalizzazione delle imprese nazionali avrebbe potuto risolvere, se operata per tempo, alcune situazioni problematiche che oggi ben difficilmente potranno trovare soluzione.

Appare, pertanto, utile tentare una definizione dell'equilibrio patrimoniale in termini diversi dai precedenti, più precisi, in modo tale da rendere immediatamente palesi le sue specificità rispetto alle altre forme di equilibrio d'impresa tradizionalmente indagate. Sarà, in tal modo, possibile sviluppare anche una più completa comprensione delle logiche e degli strumenti d'indagine disponibili per la verifica concreta della sua esistenza.

Sotto questo profilo, sembra corretto affermare che *un'azienda può dirsi in equilibrio patrimoniale se è contraddistinta da un'adeguata dotazione di capitale proprio*. Si noti che tale "adeguatezza" può intendersi in almeno quattro accezioni:

- Una prima – estremamente blanda e, come tale, decisamente poco utile dal punto di vista della prevenzione degli stati futuri di crisi – che impone l'esistenza di *capitale netto non negativo*. Un'azienda, pertanto, non si troverebbe in condizioni di equilibrio patrimoniale solamente nella situazione – davvero estrema – in cui il valore attribuito nel suo bilancio d'esercizio all'insieme delle attività dovesse risultare inferiore a quello assunto dalle passività (cosiddetto **deficit patrimoniale**);
- Una seconda – di natura eminentemente giuridica, e per di più applicabile ai soli soggetti per i quali assume significato concreto la nozione normativa di **capitale sociale** – che richiede una dotazione di *capitale proprio per un importo non inferiore ai due terzi del capitale sociale*;
- Una terza – come vedremo decisamente più significativa alle precedenti, se non altro per le forme di analisi economica preventiva che consente – secondo la quale *la misura del capitale netto di equilibrio è legata alla variabilità nel tempo dei risultati economici aziendali*
- Una quarta – per certi versi ancora più efficace della precedente, in quanto rappresenta il punto di contatto tra scelte di struttura finanziaria e costo dei mezzi di terzi impiegati – che impone un livello di patrimonializzazione delle imprese tale da *non indurre i terzi finanziatori a pretendere un premio per il rischio così elevato da rendere i tassi d'interesse passivi incompatibili con il livello di redditività del capitale investito che le caratterizza*.

Con riferimento alla prima e alla seconda accezione non sembra ci sia molto da dire. Relativamente alla prima di esse si può, probabilmente, solo notare che un eventuale deficit di bilancio non necessariamente pregiudica la capacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni nel breve termine (la parte preponderante delle passività potrebbe, ad esempio, essere a lungo termine e l'azienda potrebbe avere a disposizione risorse liquide sufficienti a fronteggiare i debiti a breve e medio termine). Altrettanto impregiudicata potrebbe risultare la capacità dell'azienda di riprendersi in un prossimo futuro dalla situazione deficitaria e ciò – si badi bene – anche in assenza della previsione di nuovi apporti da parte dei soci o di altri soggetti (l'impresa potrebbe, infatti, detenere una dotazione di risorse – magari di tipo intangibile – in relazione alle quali è sono prevedibili ingenti flussi di ricavi differenziali futuri o l'emersione di "plusvalenze latenti" di notevole entità). Non a caso in sistemi giuridici diversi dai nostri – ad esempio in taluni stati degli USA – la normativa consente alle imprese in deficit di sopravvivere anche a lungo nel tempo, nella speranza –

evidentemente – che le stesse possano riprendersi successivamente. E' del tutto evidente, però, che una considerazione di questo tipo risulta valida anche con riferimento alle altre tre accezioni di equilibrio patrimoniale prima presentate. Essa non appare, inoltre, minimamente in grado di negare l'utilità assunta dall'analisi del livello di capitalizzazione di una data impresa. Per quanto attiene, alla seconda accezione di adeguatezza patrimoniale fornita si deve, invece, notare come la stessa risulti difficilmente applicabile a tutte quelle situazioni in cui non può legittimamente individuare una misura del capitale sociale (si pensi, quale caso paradigmatico, all'analisi dell'equilibrio patrimoniale di un'impresa individuale)

## CAPITALE PROPRIO E VARIABILITÀ DEI RISULTATI ECONOMICI AZIENDALI

Sicuramente più pregante sotto il profilo economico-aziendale appare la definizione di equilibrio patrimoniale basata sull'adeguatezza del capitale netto rispetto al livello di variabilità prospettica del risultato economico. Come noto il capitale proprio costituisce una sorta di “cuscinetto protettivo” volto ad isolare – almeno in prima istanza - il capitale di terzi (ovvero l'insieme delle passività aziendali) dalle conseguenze nefaste collegate ad andamenti sfavorevoli nella gestione del processo produttivo. Sulla base di una norma convenzionale universalmente accolta s'immagina, infatti, che l'eventuale diminuzione di ricchezza connessa ad uno svolgimento inefficiente del processo produttivo colpisca innanzi tutto gli apportatori di capitale di rischio. Solo dopo che si è esaurita completamente la provvista di capitale attinta a tale titolo le inefficienze nella gestione aziendale colpiscono formalmente la ricchezza pervenuta all'impresa sotto forma di capitale di terzi. La presenza di un margine patrimoniale netto almeno positivo segnala, dunque, l'esistenza di un livello minimo di protezione nei confronti dei terzi creditori. E' solo in questo senso, invero, che si può legittimamente affermare che il capitale proprio rappresenta una garanzia nei confronti di tale insieme di soggetti<sup>2</sup>.

Naturalmente, affinché l'effetto di protezione di cui si discorre possa svolgersi convenientemente è necessario che lo spessore del “cuscinetto patrimoniale” esistente in un determinato istante risulti appropriato rispetto alla numerosità e all'entità delle possibili perdite che potrebbero manifestarsi in futuro. Sotto questo profilo non pare, dunque, del tutto appropriato discorrere di adeguatezza patrimoniale *tout court*, in quanto si dovrebbe più correttamente precisare di volta in volta qual è l'orizzonte temporale realmente considerato.

Si è detto – poc'anzi – che l'adeguatezza del fondo patrimoniale esistente in un determinato momento va giudicata in relazione *al livello di variabilità prospettica del risultato economico*. Tale variabilità deve essere, pertanto, opportunamente stimata. Non esistono al proposito soluzioni univoche, universalmente valide. Senza alcuna pretesa di esaustività sul punto, pare interessante far notare che il problema può essere concettualmente affrontato tanto adottando un approccio basato sull'analisi delle possibili variazioni legate alle consistenze patrimoniali esistenti in un determinato istante, quanto operando direttamente sulle caratteristiche strutturali dei flussi di reddito. Esamineremo, di seguito, seppur concisamente, i due approcci.

---

<sup>2</sup> A fornire la garanzia concreta per i terzi creditori sono, in effetti, i beni e servizi che costituiscono il patrimonio lordo aziendali (cosiddetto capitale-disposizione) e che risultano suscettibili di cessione a titolo oneroso, perché è sugli stessi che si possono rivalere coloro che vantano pretese creditorie nei confronti dell'azienda. E', dunque, il patrimonio lordo e non il patrimonio netto a costituire la vera garanzia per i terzi.

La prima delle due metodologie si basa sostanzialmente sulla seguente riflessione: il risultato economico prospettico è – almeno in parte – determinato dalle variazioni future che si verificheranno, per effetto dello svolgimento del processo produttivo, nella consistenza delle attività e delle passività presenti nel patrimonio aziendale nel momento in cui viene effettuata l’analisi. Se si studiano le possibili mutazioni future nei livelli assunti dagli elementi patrimoniali attivi e passivi già iscritti in bilancio è dunque possibile formarsi un’idea in merito ad una parte almeno della variabilità complessiva del risultato economico venturo. Si ottiene, in tal modo, una prima approssimazione delle potenziali “perdite lorde” correlate all’eventuale diminuzione di valore delle attività o al possibile incremento delle passività esistenti. L’entità di tali perdite (singolarmente intese, ma anche in forma cumulata) può essere contrapposta al capitale netto di bilancio, in modo tale da rendere evidente se lo stesso risulta o meno capace di assorbirle integralmente.

Una simile disamina può essere, naturalmente, svolta oltre che con riferimento alle singole attività e passività aziendali (il che rischia di rivelarsi compito oltremodo complesso) anche prendendo in considerazione classi sufficientemente ampie di elementi patrimoniali tra di loro omogenei. Essa andrebbe, in ogni caso, condotta ponendo particolare attenzione alle variazioni degli elementi patrimoniali (attivi o passivi che siano) capaci d’incidere maggiormente, in termini negativi, sui risultati economici futuri. Nell’analisi patrimoniale di un’azienda che investe aliquote consistenti della ricchezza a sua disposizione in scorte di magazzino soggette ad ampie oscillazioni nei prezzi di mercato si dovrebbe, ad esempio, testare continuamente la “tenuta” del suo patrimonio netto rispetto a possibili repentine diminuzioni nei prezzi di riferimento; in specie se le stesse non si verificano da un congruo periodo di tempo e se gli andamenti di mercato hanno imboccato un deciso canale rialzista che non sembra avere fine! La stessa cosa dicasi con riferimento ad un’impresa per la quale una parte significativa dei finanziamenti concessi a titolo di capitale di terzi risulti costituita da debiti espressi in valuta estera che risultano attualmente stimati in maniera particolarmente favorevole all’impresa medesima.

Si noti, prima di passare ad altro, che l’approccio proposto non postula necessariamente lo sviluppo di un’analisi di tipo storico: non è assolutamente detto, infatti, che il modo migliore per stimare la *variabilità futura* di una data consistenza patrimoniale sia rappresentato da uno studio attento della sua *variabilità passata*. Come rileva – del tutto correttamente – Nassim Taleb nel suo ormai celeberrimo *Il Cigno Nero*<sup>3</sup>, i fenomeni economici posseggono, infatti, delle caratteristiche peculiari in grado di differenziarli nettamente da quelli fisici. Per questa ragione l’applicazione agli stessi *sic et simpliciter* del processo induttivo basato sull’osservazione degli andamenti passati potrebbe portare – anche se la profondità temporale della serie storica presa a riferimento risultasse notevole – a una terribile sottostima della possibile evoluzione futura del fenomeno considerato.

Con riferimento, invece, alla seconda metodologia di analisi precedentemente indicata – quella che, come si già è detto, procede prendendo in considerazione direttamente i flussi di reddito – essa può svilupparsi in almeno due maniere diverse. Una – più raffinata, ma assai gravosa sotto il profilo dell’applicazione pratica – consiste nella predisposizione di un vero e proprio programma economico sintetico, relativo all’intero periodo preso a riferimento. Si possono in tal modo individuare preventivamente gli esercizi futuri nei quali appare probabile il sostenimento di perdite d’esercizio oltre che, naturalmente, l’ammontare atteso delle stesse. Ciò consente di operare la verifica anticipata dell’adeguatezza del capitale netto di funzionamento, quanto meno in termini di capacità dello stesso di consentire una conveniente copertura delle perdite attese nel tempo. Una

---

<sup>3</sup> NASSIM N. TALEB, *Il cigno nero. Come l'improbabile governa la nostra vita*, Saggiatore, 2008.

simile modalità operativa presuppone, naturalmente, una serie di informazioni spesso non disponibili all'analista esterno. Si deve, inoltre, riconoscere che il livello di sforzo compiuto per attuarla non appare sempre del tutto in linea con il risultato che essa è in grado di rendere disponibile. Per tale motivo conviene probabilmente ripiegare su una modalità d'analisi meno evoluta, che abbandona l'idea di sviluppare delle previsioni economiche puntuali, ma riesce a fornire informazioni comunque interessanti in merito alla possibile variabilità prospettica del reddito a partire dall'analisi del risultato attuale o di quelli passati. Uno dei possibili strumenti impiegati a tal fine è costituito dai cosiddetti "coefficienti di sensibilità" (o di elasticità o reattività)<sup>4</sup> ossia a quell'insieme di indicatori che consentono la misurazione della variazione dei risultati economici al modificarsi di una o più variabili, ferme restando tutte le altre.

Più elevato è il valore assunto dal singolo coefficiente di sensibilità, maggiore sarà la variazione subita dal risultato economico a parità di scostamento nella variabile di riferimento e, dunque, più elevato è il rischio che l'impresa possa subire nocimento se tale scostamento risulta ad essa avverso. Per questa ragione il livello di patrimonializzazione dell'azienda dovrebbe essere positivamente correlato ai valori assunti dagli indicatori in esame.

Anche in questo caso è, naturalmente, possibile procedere a una stima approssimata di eventuali "perdite lorde future" (si tratta in questo caso più propriamente di "risultati economici operativi negativi" attesi) sulla base delle quali può essere giudicata anticipatamente la *capacità di copertura* fornita dal capitale proprio iscritto in bilancio. La valutazione preventiva di cui qui si discorre presuppone, da un lato, la determinazione del valore assunto dal coefficiente di sensibilità prescelto in relazione all'attuale livello di reddito raggiunto dall'impresa e, dall'altro, l'individuazione della variazione sfavorevole della variabile di riferimento (espressa, questa, in termini percentuali rispetto ai valori correnti) che si ritiene più probabile o, più semplicemente, che *si teme* possa verificarsi in futuro. Moltiplicando tra loro i due valori si definisce la riduzione percentuale del risultato futuro rispetto a quello presente. Ciò consente di individuare le situazioni in cui tale contrazione determina delle perdite d'esercizio e, dunque, permette di stimare l'entità massima delle stesse che l'impresa potrebbe essere costretta ad affrontare nell'orizzonte di tempo preso a riferimento.

Può essere interessante notare che la logica qui proposta non è del tutto sconosciuta alla tradizionale analisi di bilancio, sebbene le modalità concrete con le quali essa viene di fatto sviluppata tendano, in genere, a renderne sufficientemente difficoltosa la piena comprensione. In proposito si rifletta su quanto segue. Tra le determinanti di fondo che maggiormente influenzano il valore assunto dai alcuni dei coefficienti di sensibilità più utilizzati, un ruolo sicuramente prioritario è svolto dal *grado di rigidità o di elasticità dei costi*, vale a dire dal rapporto che si determina tra i componenti negativi di reddito fissi e quelli variabili. Volendo generalizzare si può affermare che tanto più rigida è la struttura dei costi aziendali, tanto più elevato risulta – a parità di altre condizioni – il livello di variabilità del risultato economico. Ciò significa che all'aumentare della rigidità della struttura dei costi dovrebbe aumentare il livello di capitalizzazione aziendale. Vediamo ora come tale ragionamento viene svolto nell'ambito dell'analisi di bilancio tradizionale. Uno degli indicatori di patrimonializzazione più utilizzati in tale contesto – quello di regola denominato "margine di

---

<sup>4</sup> Cfr. GIORGIO INVERNIZZI E MARIO MOLTENI, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Milano, Etas Libri, 1991, pag. 164. Si tratta, dunque, di indicatori che rendono possibili forme sufficientemente semplici d'analisi del tipo "what if", consentendo all'analista di valutare, in via preventiva, l'effetto che il mutamento del livello assunto da una specifica variabile potrebbe provocare sul risultato economico. In quanto espressivi della variabilità del reddito rispetto ad una o più entità economiche essi rappresentano, evidentemente, degli strumenti d'*analisi del rischio* legato agli andamenti concreti di tali entità.

struttura primario” – contrappone il valore del capitale proprio a quello delle immobilizzazioni, richiedendo sostanzialmente che il valore delle seconde sia coperto da adeguate quote di capitale di rischio. Ma la costituente primaria delle attività immobilizzate è rappresentata da *capitali fissi*, ossia da fattori produttivi al cui utilizzo è associato il sostenimento di componenti negativi di reddito (gli ammortamenti) aventi natura di costi fissi. E’ del tutto probabile, dunque, che ad una elevata dotazione di immobilizzazioni corrisponda anche una notevole rigidità dei costi fissi, per contrastare i possibili effetti negativi della quale risulta opportuna una appropriata disponibilità di capitale proprio. Il che dimostra sostanzialmente quanto detto in precedenza.

#### ADEGUATEZZA DELLA DOTAZIONE PATRIMONIALE E LEVA FINANZIARIA

Come si è detto in premessa, oltre a quella esaminata nel paragrafo precedente è possibile individuare una diversa nozione di “adeguatezza patrimoniale”, che istituisce un importante punto di raccordo tra alcune delle variabili considerate più significative ai fine dell’analisi finanziaria, ossia: il livello di patrimonilizzazione aziendale, il costo dei mezzi di terzi e la redditività del capitale proprio.

Tale nozione può essere adeguatamente sviluppata a partire dalla considerazione della celeberrima equazione della leva finanziaria, secondo la quale:

$$r.o.e. = r.o.i. + (r.o.i. - r.o.d.) * \frac{P}{N}$$

dove:

- r.o.e. = saggio di redditività del capitale proprio
- r.o.i. = saggio di redditività del capitale investito
- r.o.d. = saggio di redditività del capitale di terzi
- P/N = rapporto d’indebitamento

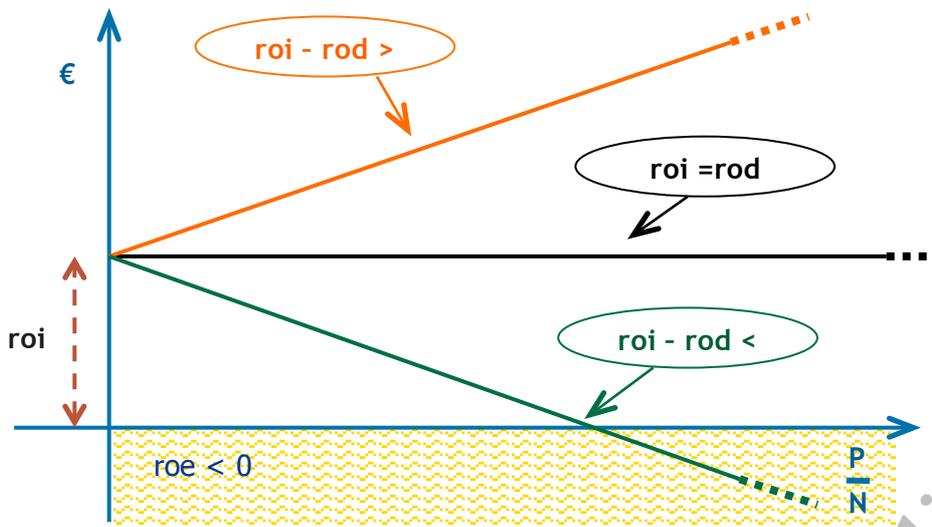
Nella sua estrema semplicità l’equazione consente di evidenziare alcune relazioni di grande interesse tra che legano le diverse variabili esaminate. Mostra, innanzi tutto, come in presenza di un’esposizione debitoria nulla (ovvero del massimo livello di patrimonializzazione possibile), il saggio di redditività del capitale proprio risulti uguale al saggio di redditività del capitale investito . E’ per questo motivo che si afferma, comunemente, che il *r.o.i.* esprime “la redditività che l’impresa avrebbe se si fosse finanziata solo con capitale proprio”<sup>5</sup>.

L’eguaglianza tra i due tassi si mantiene inalterata – per qualsiasi livello di indebitamento – se il saggio di redditività del capitale proprio corrisponde al costo dei mezzi di terzi, qui rappresentato da saggio di redditività del capitale di terzi. Se, invece, il differenziale tra i due tassi risulta positivo, il *r.o.e.* assume un valore maggiore di quello *r.o.i.*, per un ammontare tanto più elevato quanto più alto risulta il rapporto di indebitamento. Se, infine, il differenziale tra i saggi di redditività del capitale investito e del capitale di terzi risulta negativo, la relazione tra *r.o.e.* e *r.o.i.* s’inverte e il saggio di redditività del capitale proprio risulta più contenuto del tasso di redditività del capitale

---

<sup>5</sup> MAURIZIO FANNI E LIVIO COSSAR, *Il metodo contabile*, pag. 259.

investito. Anche in questo caso l'entità della del differenziale tra *r.o.e.* e *r.o.i.* dipende dall'entità del rapporto di indebitamento.



Sulla base delle precedenti considerazioni si può legittimamente affermare che le scelte compiute dal *management* in merito alla struttura finanziaria dell'impresa possono contribuire ad aggiungere o a sottrarre valore agli azionisti rispetto a quello che viene creato grazie allo svolgimento del processo produttivo "operativo". Più precisamente il finanziamento degli investimenti aziendali con mezzi di terzi (passività) contribuisce ad aumentare la redditività del capitale proprio rispetto a quella assicurata al capitale investito se il costo del finanziamento di terzi risulta inferiore alla remunerazione che lo svolgimento del processo produttivo è in grado di garantire all'insieme degli investimenti aziendali. Viceversa, l'indebitamento sottrae valore agli azionisti, diminuendo il saggio di redditività che li riguarda rispetto a quello del capitale investito, ogni qual volta il capitale di terzi venga pagato più di quanto può essere ritratto grazie al suo impiego.

Ciò detto, si deve osservare che l'equazione della leva finanziaria – assolutamente ineccepibile se applicata a consuntivo – rischia di fornire delle informazioni parziali a chi si proponga di utilizzarla quale strumento di programmazione della struttura finanziaria futura. Essa, infatti, è formulata in modo tale da non rendere espliciti alcuni fenomeni che, invece, meritano adeguata considerazione. Uno di essi riguarda l'indubbio legame che si viene a determinare tra il saggio di remunerazione corrisposto al capitale di terzi e il tasso di indebitamento aziendale. Quest'ultimo parametro rappresenta, in qualche modo, un indicatore di rischio per il finanziatore esterno. Per le considerazioni già svolte in precedenza è del tutto evidente che un incremento del rapporto di indebitamento sottintende, infatti, una diminuzione della salvaguardia offerta dal patrimonio aziendale all'insieme dei soggetti creditori. E' per tale motivo che i finanziatori esterni sono propensi ad attribuire ad eventuali aumenti nei valori assunti dal tasso d'indebitamento delle aziende da loro affidate il significato concreto d'incremento del livello di rischio che essi sono costretti a sopportare. Ma ciò non è privo di riflessi sull'onerosità del finanziamento concesso. Come la finanza aziendale insegna, infatti, all'aumentato livello di rischio sopportato dai finanziatori esterni corrisponderà, inevitabilmente, la richiesta da parte di tali soggetti di un maggior corrispettivo per il servizio da essi fornito. E' del tutto evidente, pertanto, che esiste una relazione tra il saggio di redditività del capitale di terzi (*r.o.d.*) e il tasso di indebitamento (P/N) che viene

completamente ignorata nell'equazione della leva finanziaria. La relazione funzionale che lega i due parametri non è, probabilmente, di tipo continuo: è difficile, infatti, che i finanziatori esterni reagiscano prontamente a lievi modificazioni del livello d'indebitamento aziendale. Esiste, invero, una sorta di filtro percettivo in chi eroga credito che lo spinge a considerare le informazioni fornite da questo particolare indicatore di rischio solo quando le stesse assumono una determinata magnitudine. La reazione, inoltre, non può essere sempre immediata: non sempre, infatti, i finanziatori esterni sono in grado di modificare prontamente le condizioni di onerosità del prestito concesso una volta che si sono resi conto dell'incrementato livello di rischio da essi sopportato. Tale possibilità è condizionata dalle forme contrattuali concretamente utilizzate per l'erogazione del prestito: vi sono, ad esempio, forme tecniche che rendono del tutto impossibile l'adeguamento del tasso d'interesse successivamente al momento in cui viene presa la decisione di affidamento. E' però piuttosto evidente che, nell'insieme, prima o poi, il gruppo dei finanziatori esterni dell'impresa tenderà a reagire a continui incrementi del tasso d'indebitamento. Detta reazione si può concretizzare o in un rifiuto da parte dei finanziatori esterni a concedere nuovi affidamenti all'azienda eccessivamente indebitata (il che determina, di fatto, l'impossibilità per il *management* di espandere il saggio d'indebitamento entro alcuni valori limite) oppure in un innalzamento del tasso di interesse passivo richiesto per la contrazione di nuove passività, cosicché il saggio medio di onerosità dei debiti (*r.o.d.*) finirà, inevitabilmente, ad un certo punto, per superare il saggio di redditività del capitale proprio (il che dovrebbe spingere il *management* ad operare un'azione di contenimento del debito). Non sembra possibile determinare con certezza a quale livello del tasso d'indebitamento questo accadrà, ma è sicuro che, da un certo punto in poi, le rette che esprimono il *r.o.e.* in funzione del rapporto tra passività e netto subiranno una flessione verso il basso. Per le motivazioni più sopra evidenziate (azione del filtro percettivo, impossibilità di modulare la risposta da parte dei finanziatori, ecc.) è piuttosto probabile che tale flessione verso il basso si verifichi repentinamente e in modo consistente. A ciò si deve, pertanto, prestare estrema attenzione.

Tutto ciò premesso si può, finalmente affermare in termini abbastanza chiari, il nuovo concetto di adeguatezza patrimoniale, cui si è fatto più volte riferimento. Sotto questo profilo, infatti, un'azienda si può definire opportunamente capitalizzata se la sua dotazione di capitale proprio è tale da determinare un rapporto d'indebitamento sufficientemente contenuto, di modo che i terzi finanziatori non siano indotti a pretendere un premio per il rischio tanto elevato da rendere i tassi d'interesse passivi incompatibili con il livello di redditività del capitale investito che la caratterizza. Ciò significa, evidentemente, ancorare il concetto di adeguatezza patrimoniale al segno assunto dal differenziale tra *r.o.i* e *r.o.d.* Ogni qualvolta tale differenziale dovesse risultare negativo l'azienda esaminata dovrebbe, per ciò stesso, considerarsi sottocapitalizzata.

Si noti che un simile concetto appare particolarmente efficace con riferimento ad imprese, a settori o a periodi di tempo nei quali la redditività del capitale investito non può che risultare modesta. In tali situazioni, infatti, la pochezza di ciò che viene ritratto sul fronte operativo rende indispensabile evitare che su quello finanziario venga distrutto valore. Il differenziale tra i saggi di redditività del capitale investito e del capitale di terzi non può, pertanto, che assumere, in tali contesti, valori non negativi. Ne deriva una nozione di "adeguatezza patrimoniale" capace di adattarsi facilmente a diverse situazioni concorrenziali e a dissimili condizioni ambientali: un'impresa operante in un settore che garantisce un'elevata redditività degli investimenti (perché protetto da elevate barriere all'ingresso o perché caratterizzato da un blando livello di concorrenza interna) potrà permettersi un rapporto di capitalizzazione molto più elevato di quello concesso a un'impresa operante, invece, in un settore in cui i tassi di rendimento del capitale investito siano molto contenuti. Allo stesso modo

un'impresa nelle prime fasi di vita dovrà necessariamente dotarsi di una provvista di capitale di rischio maggiore rispetto ad una realtà economica già consolidata. Sotto questo profilo appare interessante ricordare che un altro fattore che dovrebbe essere adeguatamente considerato nello stabilire il livello di capitalizzazione di una determinata azienda è costituito anche dal diverso livello di variabilità dei due saggi di redditività considerati nel differenziale. Tanto il *r.o.i.* quanto il *r.o.d.* risultano, infatti, caratterizzati da un andamento non necessariamente costante nel tempo. Un simile differenziale di variabilità complica l'analisi, imponendo una maggior prudenza nella lettura del differenziale, con conseguenti effetti incrementali sul livello di capitalizzazione richiesto alle imprese.

materiale riservato - non distribuire