

# L'equilibrio finanziario, patrimoniale e monetario nei gruppi aziendali

## L'apprezzamento dell'equilibrio nelle imprese e nelle controllate di gruppo

- ❖ Elementi di rilievo nell'apprezzamento degli equilibri finanziari d'impresa
  - ❖ Composito processo di analisi che deve considerare:
    - un profilo *quantitativo*: verifica *ex ante* della relazione impieghi – fonti
    - un profilo *temporale*: sincronismo dei momenti nei quali gli stessi si manifestano
    - un profilo di *rischio*: collegamento istituibile tra (un) *business* con esiti reddituali e monetari variabili e la capacità dei finanziamenti di “sopportare “ tale variabilità o anche la perdita parziale o totale del capitale?

- ❖ Non è automatico il passaggio dall'analisi dei predetti profili ad una *visione di sintesi*, posto che:
  - l'accertamento delle condizioni di rischio richiede la verifica in ordine a *ciascuno* dei periodi predetti
  - le situazioni di *equilibrio alterato* o di *disequilibrio* si qualificano per gravità, esiti prevedibili e velocità di propagazione in relazione ai loro *fattori generanti* e alle modalità di *combinazione* delle diverse possibili distonie
  - alla natura *dinamica* dell'equilibrio si contrappongono accertamenti compiuti in taluni *istanti di osservazione*, al di fuori dei quali – specie per i soggetti esterni – è difficile estrapolare le condizioni prospettiche di funzionamento aziendale
  
- ❖ I giudizi di valore in ordine all'equilibrio:
  - dipendono dai soggetti che li esprimono
  - sono influenzati dal comportamento dei soggetti che governano le imprese

## ❖ Elementi di rilievo nell'apprezzamento degli equilibri patrimoniali d'impresa

- ❖ La ricerca delle condizioni di equilibrio patrimoniale si pone:
  - come *sottosistema* della verifica di equilibrio finanziario, posto che ne coglie la *crystallizzazione* ad un certo istante
  - come *autonomo e originale ambito osservativo*:
    - necessità di apprezzare la *qualità* della composizione degli elementi patrimoniali
    - e dunque, accertamento in ordine alla *natura*, alla *provenienza* e alla *destinazione* di tali elementi, riferibile:
      - ai singoli elementi che compongono il patrimonio
      - ai connotati complessivi degli assetti patrimoniali che ne emergono
    - correlazione di tali aspetti con i rischi cui il *business* (o i diversi *business*) si assoggetta, anche in funzione delle *evoluzioni prospettive* dell'attività aziendale
    - le decisioni in ordine alla composizione *mezzi propri / mezzi di terzi* sono dunque da collegare non solo alla *natura degli investimenti* compiuti ma anche e soprattutto alle *politiche di gestione* programmate

- ❖ Elementi di rilievo nell'apprezzamento degli equilibri monetari d'impresa
  - ❖ Evoluzione dei *sincronismi* degli incassi e pagamenti
  - ❖ Situazioni opposte *da evitare*:
    - *impossibilità* di corrispondere agli impegni assunti
    - *esuberi di liquidità effettiva* a bassa o nulla redditività
  - ❖ In relazione alla *misura*, ai *tempi* e alla *velocità* con cui si *intersecano* i flussi e alla loro possibile manifestazione con tempi e quantità difformi da quelle programmate, esigenza di una riserva di *liquidità, attuale o potenziale*.
  
- ❖ Impossibilità di istituire correlazioni dirette fra equilibrio patrimoniale e monetario
  - ❖ Ipotesi di operazioni straordinarie sul capitale (*ricostituzione* o semplice *incremento*):
    - l'incremento del netto non può essere in nessun modo correlato “*stabilmente*” ad alcuna posta dell'attivo (che aumentano) o del passivo (che diminuiscono)
    - l'eventuale immediato impiego delle risorse apportate determina una *trasformazione fisiologica* delle risorse, che attiene ad un momento logico distinto da quello del conferimento, anche se temporalmente contestuale

- la disponibilità assicurata dai soci, che si correla alla misura delle risorse di rischio a disposizione permanente per l'impresa, non è messa in discussione dalle forme nelle quali si attua l'aumento, fino a quando le risorse apportate permangono nella loro *integrità economica*
  
- ❖ Possibilità di riferire le considerazioni suddette alle *imprese di gruppo*:
  - l'appartenenza ad un gruppo non limita le possibilità di impiego dei mezzi assegnati alle controllate, se non riguardo alla *sottoscrizione reciproca di azioni, attuata in modo diretto o anche attraverso processi di sottoscrizione circolare*
  
  - la preclusione trova giustificazione economica nel fatto che aumenti di capitale così attuati configurerebbero un accrescimento patrimoniale solo nominale, con contemporaneo rimborso del capitale apparentemente conferito
  
- ❖ E la *tesoreria accentrata di gruppo*?
  - Situazioni né formalmente né sostanzialmente assimilabili alla sottoscrizione reciproca di azioni.

- è funzionale a rendere disponibili le risorse in quegli ambiti del gruppo in cui sono *pro tempore* necessarie, conferendo elasticità alla struttura finanziaria
  - favorisce la concentrazione di risorse in capo ad alcune società del gruppo o alla controllante che redistribuiscono i mezzi attratti con vincolo di credito o di capitale secondo le diverse esigenze di funzionamento
  - non è causa di incrementi fittizi di capitale né nella capogruppo né nelle controllate, la cui integrità non è influenzata da una riallocazione interna
- ❖ La ricostituzione del capitale da parte della controllante e il contestuale trasferimento di liquidità dalla controllata *non costituiscono una fittizia operazione sul capitale*:
- da un lato, muta il vincolo con il quale le risorse della controllante sono legate alla gestione della controllata. La situazione patrimoniale deficitaria è venuta meno. Il capitale è stato ricostituito
  - dall'altro, la controllata, a fronte della ricostituita integrità del capitale, vanta un credito o la diminuzione di un debito verso la controllante o altra società del gruppo.
- ❖ Questo è vero, però, *se e solo se le risorse non vengono impiegate in una società di fatto insolvente*

## I connotati differenziali dei gruppi nell'apprezzamento dell'equilibrio finanziario e patrimoniale

- ❖ Esigenze di adattamento ai gruppi delle considerazioni in ordine agli equilibri d'impresa
  - ❖ I *profili quantitativo, temporale e di rischio non sono superati* o privi di fondamento
  - ❖ È la *conformazione istituzionale* dei gruppi a determinare un triplice ordine di conseguenze:
    - *dissocia* l'aggregato delle risorse di capitali (misurato a livello di ciascuna delle diverse unità che compongono il gruppo) dalla misura effettiva delle risorse disponibili
    - consente una *manovrabilità differenziata dei flussi in entrata e in uscita* in relazione ai vari soggetti giuridici di cui si compone il gruppo
    - sottopone il complesso a livelli di rischio che trovano localizzazione, ovvero limitazione quantitativa, in corrispondenza al *grado di frammentazione* che connota il gruppo, ovvero alla sua *composizione e all'interessenza* del soggetto di governo nelle diverse unità aziendali

## ❖ Il profilo quantitativo dell'equilibrio

- ❖ Il *capitale nominale* in capo alle *singole società* e al *complesso nel suo insieme* non è espressivo di risorse effettivamente apportate e disponibili per gli investimenti tipici dei diversi *business* che compongono il sistema
- ❖ Infatti i trasferimenti di risorse lungo le catene della proprietà del gruppo, funzionali alla genesi del medesimo, conducono ad una *inevitabile replicazione* di valori
- ❖ Siano:
  - “ $m$ ” le imprese che compongono il gruppo, per ipotesi con un collegamento di tipo verticale nell'ambito di una medesima catena di proprietà
  - “ $m - 1$ ” il numero di trasferimenti interni al gruppo (a partire cioè da quello pervenuto al secondo livello del sistema fino a quello che irrobustisce patrimonialmente l' $m$ -simo livello del sistema)
  - per ipotesi *inesistenti gli interessi di minoranza*
- ❖ Si ha che:
  - il *capitale netto nominale di gruppo* “ $Cnn_g$ ” differisce dal *capitale netto effettivo di gruppo* “ $Cn_g$ ” per la misura di “ $m - 1$ ” trasferimenti, di seguito identificati complessivamente con “ $T$ ”

- La situazione è rappresentabile come di seguito indicato. Posto:

$$\sum_{i=1}^m Cn_i = Cnn_g \quad [1]$$

- e anche:

$$\sum_{i=2}^m Cn_i = T \quad [2]$$

- si avrà pertanto:

$$Cn_g = Cnn_g - T = \sum_{i=1}^m Cn_i - \sum_{i=2}^m Cn_i = Cn_1 \quad [3]$$

- essendo “ $Cn_1$ ” il capitale netto della prima unità della catena di controllo, dunque della *holding*:
- Il *capitale di gruppo* coincide dunque con il capitale della prima unità della catena di controllo, come avviene nel contesto dei gruppi in cui l’articolarsi di una successione di società prive di un autentico contenuto in termini di gestione caratteristica configura l’impiego di allungate catene di controllo per frapporre una barriera agli *stakeholder* in ordine alla effettiva conoscenza della proprietà.

- ❖ Se si rimuove l'ipotesi di inesistenza dei soci di minoranza la [2] diviene:

$$\sum_{i=2}^m p_i \cdot Cn_i = T \quad [4]$$

essendo “ $p_i$ ” il rapporto di partecipazione ai successivi livelli della catena di controllo.

- Ne segue che il *capitale netto di gruppo*, sempre osservato con riguardo al momento in cui ha origine il gruppo — come più sopra ribadito —, è in tal caso rappresentato da:

$$Cn_g = Cnn_g - T = \sum_{i=1}^m Cn_i - \sum_{i=2}^m p_i \cdot Cn_i \quad [5]$$

- Se si considera pari a “ $Cn_1$ ” il capitale netto della *holding* e “ $q_i = 1 - p_i$ ” il complemento all'unità del saggio di partecipazione delle minoranze (paari dunque a “ $p_i = 1 - q_i$ ”), si ottiene che la [5] può essere espressa come segue:

$$Cn_g = \sum_{i=1}^m Cn_i + \sum_{i=2}^m (q_i - 1) \cdot Cn_i \quad [6]$$

cioè dunque:

$$Cn_g = \sum_{i=1}^m Cn_i - \sum_{i=2}^m Cn_i + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i \quad [7]$$

e infine:

$$Cn_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i \quad [8]$$

corrispondente al capitale della capogruppo unitamente ai capitali apportati dalle minoranze ai livelli sottostanti

- Restano *escluse* dal valore del capitale netto di gruppo le risorse di pertinenza della capogruppo, relativamente a quelle pari a

$$\left\langle \sum_{i=2}^m p_i \cdot Cn_i \right\rangle$$

trasferite internamente *in via originaria*, ovvero correlativamente al processo genetico di gruppo

## ❖ La leva azionaria

- A parità di mezzi propri della *holding*, il gruppo beneficia di una misura tanto maggiore di risorse quanto più elevati sono “ $Cn_1$ ” ed “ $m$ ” e quanto più ridotto è “ $p_i$ ”, pur assicurando lo stesso “ $p_i$ ” la preservazione del controllo
- In particolare, una riduzione, compatibile tuttavia con la preservazione del controllo, del livello di partecipazione “ $p_i$ ”, determina un incremento delle risorse disponibili per il gruppo

- Si tratta della c.d. *leva azionaria* che sintetizza la capacità dei gruppi di attrarre risorse secondo modalità dipendenti dalle variazioni delle percentuali di controllo, stante un definito numero di livelli su cui si estende il gruppo, oltre che un certo ammontare dei capitali nominali delle diverse imprese
- Il concetto di *leva azionaria*, è ricondotto alla «misura del capitale di terzi con vincolo di capitale di rischio che è stato attratto dal capitale netto della capogruppo», oppure al rapporto esistente fra la «misura dei mezzi di terzi con vincolo di capitale di rischio e il solo capitale di comando della capogruppo», come emerge dall'espressione:

$$l_a = \frac{\sum_{i=1}^m (q_i \cdot Cn_i)}{p_1 \cdot Cn_1} \quad [9]$$

- I processi amplificativi sono evidenti a partire dai valori esposti nella [8]. Tenendo presente che “ $q_i = 1 - p_i$ ”, si avrà dunque:

$$Cn_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m (1 - p_i) \cdot Cn_i \quad [10]$$

- La relazione tra la variazione di “ $p_i$ ” e quella di “ $Cn_g$ ” è pari a:

$$\Delta Cn_g = - \sum_{i=2}^m \Delta p_i \cdot Cn_i \quad [11]$$

da cui emerge in che modo si possa correlare la variazione dei saggi di partecipazione a quella del capitale netto di gruppo

---

❖ Verifiche quantitative:

- La [11] conduce ad osservare che:
  - a. per  $m = 1$  non esiste naturalmente alcun effetto, poiché il gruppo non è ancora formato, ma è attiva soltanto la *holding*;
  - b. per  $m = 2$  la situazione corrisponde a quella di un gruppo composto, oltre che dalla *holding*, da una sola controllata. Ne consegue che una variazione del saggio di partecipazione determina un effetto sulle risorse complessive di gruppo uguale nella misura, ma opposto come segno, alle risorse che la *holding* ha contribuito a *versare* o a *togliere* dalla controllata, corrispondenti cioè ai valori per i quali le minoranze di quest'ultima *sono state sostituite* o *hanno sostituito* la *holding*, vale a dire:  $-\Delta p \cdot Cn_2$ .
  - c. per  $m > 2$ , cui corrisponde un gruppo esteso su più livelli oltre a quello della prima controllata sottostante la *holding*, la variazione dei saggi di partecipazione determina effetti che possono essere verificati sulla base dei valori assunti da “ $p_i$ ” e da “ $Cn_i$ ”, livello per livello.

In ogni caso, se si suppone un'uguale variazione in termini assoluti — ai vari livelli della catena — del saggio di partecipazione, si può determinare quando l'effetto sulle risorse complessive *eguaglia* o *supera* il capitale della *holding*. Tale analisi ha interesse per verificare l'efficacia dell'impiego della modifica della quota di controllo quale strumento per perseguire un certo volume di risorse complessive di capitale proprio. In effetti, dalla [11] emerge che la condizione posta è soddisfatta per:

$$Cn_1 \leq - \sum_{i=2}^m \Delta p_i \cdot Cn_i \quad [12]$$

Atteso che, per ipotesi,  $\Delta p = \Delta p_1 = \Delta p_2 = \dots = \Delta p_m$ , la [12] si trasforma in:

$$Cn_1 \leq -\Delta p \cdot \sum_{i=2}^m Cn_i \quad [13]$$

cioè quindi in:

$$-\Delta p \geq \frac{Cn_1}{\sum_{i=2}^m Cn_i} \quad [14]$$

La disequaglianza [14] indica che una diminuzione assoluta di “ $p$ ”, supposta omogenea ai vari livelli della catena di proprietà, è causa di una variazione aumentativa delle risorse di capitale netto uguale o maggiore del patrimonio netto della *holding* quando tale diminuzione, in termini assoluti, è maggiore del rapporto tra il capitale della *holding* e la sommatoria dei capitali delle altre unità del gruppo. Nel caso particolare in cui tutte le società del gruppo siano caratterizzate dal medesimo volume di capitale netto, in termini nominali, allora il denominatore della [14] può essere riscritto come “ $(m - 1) \cdot Cn_1$ ” e quindi la riduzione del saggio di partecipazione produce un incremento delle risorse nette superiore al capitale della *holding* se è verificata la relazione

$$-\Delta p \geq \frac{1}{(m - 1)} \quad [15]$$

cioè quando la variazione diminutiva della percentuale di controllo,

sempre supposta omogenea a tutti i livelli, è maggiore — in valore assoluto — del reciproco del numero dei livelli, computati con esclusione della *holding*.

Inoltre, nel caso in cui siano verificate le condizioni “ $Cn_1 = Cn_2 = \dots = Cn_i$ ” nonché “ $p = p_1 = p_2 = \dots = p_i$ ”, dalla [8] emerge che il volume *massimo* di risorse attivabili dato un certo numero di livelli pari ad “ $m$ ”, per “ $p = 0$ ” cioè per “ $q = 1$ ” (ipotesi del tutto astratta), corrisponde a “ $m \cdot Cn_1$ ”. Sempre dalla [8] emerge che il volume di risorse compatibile con il controllo di almeno la metà del capitale (“ $p = q = 50\%$ ”) è pari a:

$$\text{“}Cn_1 + \left(\frac{m-1}{2}\right) \cdot Cn_1 = \left(\frac{m+1}{2}\right) \cdot Cn_1\text{”};$$

il rapporto tra i volumi di risorse appena calcolati non corrisponde al doppio, ma ad una quantità inferiore al doppio, pari a “ $\left(\frac{2m}{m+1}\right)$ ”.

Ciò a motivo del fatto che, quand’anche si incrementasse l’apporto di risorse esterne nelle varie consociate, in via corrispondente alla diminuzione del rapporto di partecipazione, rimarrebbe comunque immutato (e pari a “ $Cn_1$ ”) il volume di risorse attratte nella *holding*.

---

- Inoltre, il capitale di rischio attratto al gruppo trova un momento di ulteriore espansione in relazione alla possibilità per il gruppo di ampliare il numero di livelli.
- Tale espansione, legata all'ampliamento di "k" livelli, è pari a  $\sum_{i=m+1}^{m+k} q_i \cdot Cn_i$  ed è pienamente compatibile con la preservazione del controllo da parte della maggioranza
- Infine, un effetto di amplificazione delle risorse mobilitate dal gruppo può essere percepito anche considerando le variazioni del capitale proprio delle controllate

---

## Verifiche quantitative:

- Nel caso in cui si supponga un uguale saggio di partecipazione e un uguale capitale netto ai vari stadi della catena di gruppo (pari, a ciascun livello, al capitale della *holding*), l'aumento del numero dei livelli può portare ad una variazione delle risorse nette di gruppo maggiore del capitale netto della *holding* quando si abbia che, ricordando la [8] ed esprimendo la disuguaglianza in termini di variazioni:

$$Cn_1 \leq Cn_1 \cdot \Delta m \cdot q \quad [16]$$

- Tale disuguaglianza, atteso che “ $Cn_1$ ” e anche “ $q$ ” sono sempre maggiori di zero (si assume che il patrimonio netto ai vari livelli non sia negativo o nullo), può essere così riscritta:

$$\Delta m \geq (1 / q) \quad [17]$$

- In altri termini, allorquando valgano le predette ipotesi semplificatrici, è sufficiente che la variazione del numero dei livelli sia superiore al reciproco del saggio di partecipazione delle minoranze perché il gruppo si doti di risorse fresche superiori a quelle attratte nella stessa *holding*. In particolare, sempre valendo le suddette ipotesi, è di interesse osservare che pur mantenendo “ $p$ ” entro limiti che assicurano comunque il controllo delle unità sottostanti da parte della *holding* e delle *sub-holding* (e cioè “ $p = 50\%$ ”), l'incremento di due livelli del gruppo determina una variazione aumentativa delle risorse di gruppo corrispondente al capitale netto della *holding*. Tali relazioni comprovano dunque la sensitività del capitale netto di gruppo all'allungamento della catena di controllo.
-

---

Verifiche quantitative:

- Volendo esprimere la variazione del capitale netto di gruppo al variare del capitale nominale delle varie consociate e della *holding*, si ottiene:

$$\Delta Cn_g = \Delta Cn_1 + \sum_{i=2}^m (1 - p_i) \cdot \Delta Cn_i \quad [18]$$

- Se si ipotizza, come sopra, uguali livelli di partecipazione e di capitale netto nominale ai vari livelli del gruppo, si può osservare che la variazione del capitale netto nominale in ciascuna delle controllate che *eguaglia* o *supera* il capitale netto originario della *holding* è pari a:

$$Cn_1 \leq \Delta Cn_1 + \sum_{i=2}^m (1 - p_i) \cdot \Delta Cn_1 \quad [19]$$

cioè, ricordando le ipotesi formulate:

$$Cn_1 \leq \Delta Cn_1 + [(m - 1) \cdot q \cdot \Delta Cn_1] \quad [20]$$

Osservando che vale l'identità " $\Delta Cn_1 = p \cdot \Delta Cn_1 + q \cdot \Delta Cn_1$ ", la [20], sempre alla luce delle stesse ipotesi, può essere riscritta:

$$Cn_1 \leq p \cdot \Delta Cn_1 + m \cdot q \cdot \Delta Cn_1 = (p + m \cdot q) \cdot \Delta Cn_1 \quad [21]$$

Ciò significa che all'incrementarsi del capitale immesso nella capogruppo (e anche nelle controllate), la misura delle risorse che è possibile attrarre preservando un certo *grado di controllo azionario* e un certo *numero di livelli*, incrementa in misura corrispondente a " $(p + m \cdot q)$ " per ogni unità di capitale affluito alla *holding*

---

## ❖ La leva creditizia e la leva finanziaria complessiva

- l'equilibrio quantitativo tra impieghi e fonti si configura attraverso la considerazione dei seguenti elementi. Posti:

$Ci_g; Ci_i =$  capitale investito di gruppo; capitale investito delle singole unità del gruppo;

$Ct_g; Ct_i =$  capitale di terzi di gruppo; capitale di terzi delle singole unità del gruppo;

$Cn_g; Cn_i =$  capitale netto di gruppo; capitale netto delle singole unità del gruppo;

$ct_i =$  capitale di terzi delle singole unità del gruppo contratto con *indebitamento interno al gruppo* (a livello di singola unità è una parte di  $Ct_i$ ),

e considerato che, tanto a livello di gruppo quanto a livello di società, valgono le relazioni:

$$Ci_g = Cn_g + Ct_g \quad \text{e anche} \quad Ci_i = Cn_i + Ct_i \quad [22]$$

si può osservare che l'indebitamento di gruppo, su base consolidata, è legato a quello delle singole unità dalla relazione:

$$Ct_g = \sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i) \quad [23]$$

- Sostituendo nella prima delle [22] i valori esplicativi di " $Cn_g$ " e " $Ct_g$ " determinati rispettivamente nella [8] e nella [23], si avrà dunque:

$$Ci_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m (q_i \cdot Cn_i) + \sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i) \quad [24]$$

La [24] dà conto della *misura massima* delle risorse che il gruppo può attrarre e investire nei processi di gestione.

- Identificando il rapporto di indebitamento complessivo di gruppo pari a:

$$d_g = \frac{Ct_g}{Cn_g} \quad [25]$$

e sostituendo in quest'ultima relazione i corrispondenti valori trovati nella [23] e nella [8] si può determinare:

$$d_g = \frac{\sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)}{Cn_1 + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i} \quad [26]$$

- In *ciascuna unità aziendale del gruppo*, il grado di *indebitamento nominale*, computato cioè da un lato tenendo conto dei finanziamenti contratti verso qualsiasi soggetto terzo (anche appartenente al gruppo) e dall'altro considerando l'intero capitale netto dell'unità è pari a:

$$dn_i = \frac{Ct_i}{Cn_i} = \frac{Ct_i}{(p_i \cdot Cn_i) + (q_i \cdot Cn_i)} \quad [27]$$

- Tenuto conto che parte di tale indebitamento, pari a:

$$di_i = \frac{ct_i}{Cn_i} \quad [28]$$

è legato a rapporti interni, il grado di indebitamento computato considerando il capitale di terzi su base consolidata rapportato al capitale nominale di ogni singola unità aziendale è pari a:

$$d_i = \frac{Ct_i - ct_i}{Cn_i} \quad [29]$$

mentre il rapporto tra i mezzi di terzi su base consolidata e le *risorse effettive aggiuntive*, apportate in ogni ulteriore unità del complesso rispetto alla preesistente parte del gruppo, è pari a:

$$de_i = \frac{Ct_i - ct_i}{q_i \cdot Cn_i} \quad [30]$$

in ciascuna consociata e a:

$$de_1 = \frac{Ct_1 - ct_1}{(p_1 \cdot Cn_1) + (q_1 \cdot Cn_1)} \quad [31]$$

nella *holding*.

- Il *grado di indebitamento di gruppo* può essere raccordato al rapporto “ $d_i$ ” secondo la seguente composizione, ottenuta combinando i valori esposti nella [26] e nella [29]:

$$d_g = \frac{\sum_{i=1}^m (d_i \cdot Cn_i)}{Cn_1 + \sum_{i=2}^m (q_i \cdot Cn_i)} = \frac{Ct_g}{Cn_g} \quad [32]$$

da cui, riferendo la [29] rispettivamente alle varie consociate e alla *holding* e sviluppando conseguentemente il prodotto al numeratore, si ottiene la [26].

- 
- Allo stesso risultato si potrebbe pervenire invece attraverso un'autentica *media aritmetica ponderata* dei rapporti di indebitamento “ $de_i$ ” depurati dei flussi interni di finanziamento e computati sulla base delle risorse effettive incrementali delle susseguenti unità aziendali, secondo un fattore di ponderazione fatto pari a quest'ultima specie di risorse.

- Infatti, poste le risorse incrementali di capitale proprio pari a “ $X_1 = Cn_1$ ”, per “ $i = 1$ ”, ed a “ $X_i = q \cdot Cn_i$ ”, per  $2 \leq i \leq m$ , e potendo verificare sempre che vale la relazione  $\sum_{i=1}^m X_i = Cn_1$

+  $\sum_{i=2}^m (q_i \cdot Cn_i)$ , ovvero che la sommatoria dei fattori di ponderazione equivale al denominatore della [33], si avrà quindi:

$$d_g = \frac{\sum_{i=1}^m (de_i \cdot X_i)}{Cn_1 + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i} \quad [33]$$

Anche in questa fattispecie, ricordando le relazioni [30] e [31], riferite rispettivamente alle varie consociate e alla *holding*, e sviluppando conseguentemente i prodotti al numeratore, si ottiene la [26]

---

- Le risorse d'insieme attratte al sistema di gruppo per effetto del ricorso sia al credito sia al capitale di rischio configurano la presenza di una successione, ai progressivi (o ai paralleli) livelli della catena di gruppo, pari a:

$$C_{i_g} = \underbrace{(Cn_1 + Ct_1 - ct_1)}_{\text{holding}} + \underbrace{[q_2 \cdot Cn_2 + (Ct_2 - ct_2)]}_{\text{controllata di 2° livello}} + \dots + \underbrace{[q_m \cdot Cn_m + (Ct_m - ct_m)]}_{\text{controllata di m-simo livello}}$$

per cui, ricordando la [29], tale successione di valori può essere così riscritta, secondo una formulazione che dà conto del rapporto di indebitamento e del saggio partecipazione delle minoranze ad ogni livello:

$$C_{i_g} = \underbrace{Cn_1 \cdot (1 + d_1)}_{\text{holding}} + \underbrace{Cn_2 \cdot (q_2 + d_2)}_{\text{controllata di 2° livello}} + \dots + \underbrace{Cn_m \cdot (q_m + d_m)}_{\text{controllata di m-simo livello}} \quad [34]$$

La [34] consente un'immediata percezione del contributo dato da ciascun livello del gruppo al soddisfacimento dell'equilibrio *ex ante*, in quanto la misura delle risorse che possono essere attratte ai successivi livelli è suscettibile di espansione quanto maggiore è la capacità di autonomo indebitamento delle diverse unità, e quindi con effetti del tutto aumentati (in relazione al prodotto " $Cn_i \cdot d_i$ ") rispetto a quelli assicurati dal solo capitale di rischio di minoranza.

- Tale circostanza trova conferma nel fatto che mentre il parametro esprime il grado di partecipazione delle minoranze " $q_i$ " appare oggettivamente sempre inferiore all'unità, e anzi alla quantità "0,5" se — in assenza di una dispersione dei soci di minoranza — il soggetto di gruppo vuole preservare il controllo, il rapporto di indebitamento " $d_i$ " è suscettibile di superare l'unità, sempreché ciò sia compatibile con la misura delle risorse effettivamente conferite in via aggiuntiva ai successivi livelli del gruppo.

- Ne consegue che il raggiungimento di un certo livello di risorse necessarie per lo sviluppo dei processi di produzione può beneficiare, ad ogni stadio successivo della catena della proprietà, di un apporto più consistente di mezzi di credito rispetto a quelli di rischio, nella misura in cui “ $d_i > q_i$ ”
- La proporzione esistente tra il capitale di credito del gruppo e il capitale di maggioranza della capogruppo, pari cioè al rapporto:

$$l_c = \frac{\sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)}{p_1 \cdot Cn_1} \quad [35]$$

è generalmente qualificata con l’espressione *leva creditizia*.

- Simile è la formulazione che considera invece, al denominatore, l’intero capitale netto della *holding*
- Coniugando la predetta leva con quella azionaria si ottiene la capacità complessiva della *holding* di attrarre capitale in varia forma, sempre in relazione al capitale di maggioranza della capogruppo, secondo la qualificazione:

$$l_{fc} = \frac{\sum_{i=1}^m (q_i \cdot Cn_i) + \sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)}{p_1 \cdot Cn_1} \quad [36]$$

che identifica il rapporto di *leva finanziaria complessiva* di gruppo, come sommatoria tra la *leva azionaria*, di cui alla [9], e la *leva creditizia*, di cui alla [35]

## Notazione finale

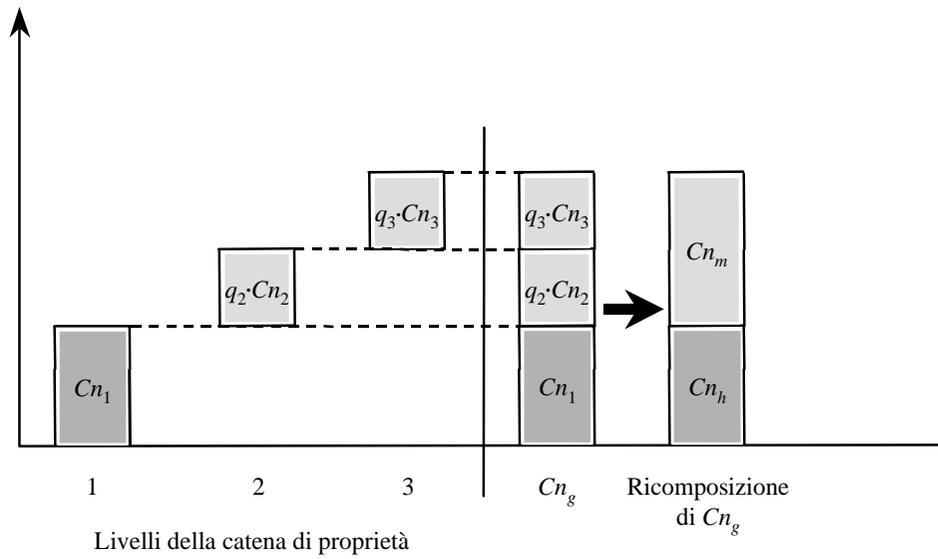
- La quantità “ $d_i$ ” è suscettibile di raggiungere livelli elevati, salvaguardando tuttavia le limitazioni insite nella preservazione del rischio finanziario entro limiti giudicati compatibili con la natura dei *business* posti in essere.
- A questo riguardo si può notare comunque che il grado di *rischio* cui la crescita dell’indebitamento assoggetta la gestione, in un’ottica rivolta a considerare le singole unità aziendali come pienamente inserite nel contesto di gruppo, è espresso più che dal rapporto di indebitamento “ $d_i$ ” da quello che sintetizza invece le risorse differenziali apportate rispetto alla restante parte del complesso, cioè “ $de_i$ ”, secondo quanto indicato nella precedente relazione [30], e cioè:

$$de_i = \frac{Ct_i - ct_i}{q_i \cdot Cn_i} \quad [30]$$

- Se è vero infatti che *ciascuna unità* risponde, a livello individuale, con il proprio patrimonio, è vero altresì che in ipotesi di *fenomeni di crisi estesi al gruppo*, le risorse di credito e di quelle di rischio che soggiacciono alla possibilità di mancato rimborso sono sintetizzate, a livello di singola unità di gruppo, non già dai rapporti “ $d_i$ ”, ma invece dai rapporti “ $de_i$ ”, in quanto i soli mezzi propri aggiuntivi di cui il gruppo beneficia, a ciascun successivo livello, sono rappresentati da “ $q_i \cdot Cn_i$ ”.

Tale circostanza spiega perché la determinazione del rapporto di indebitamento di gruppo attraverso la [33] acquisisca un significato di particolare interesse ai fini della rappresentazione dell’equilibrio finanziario di gruppo

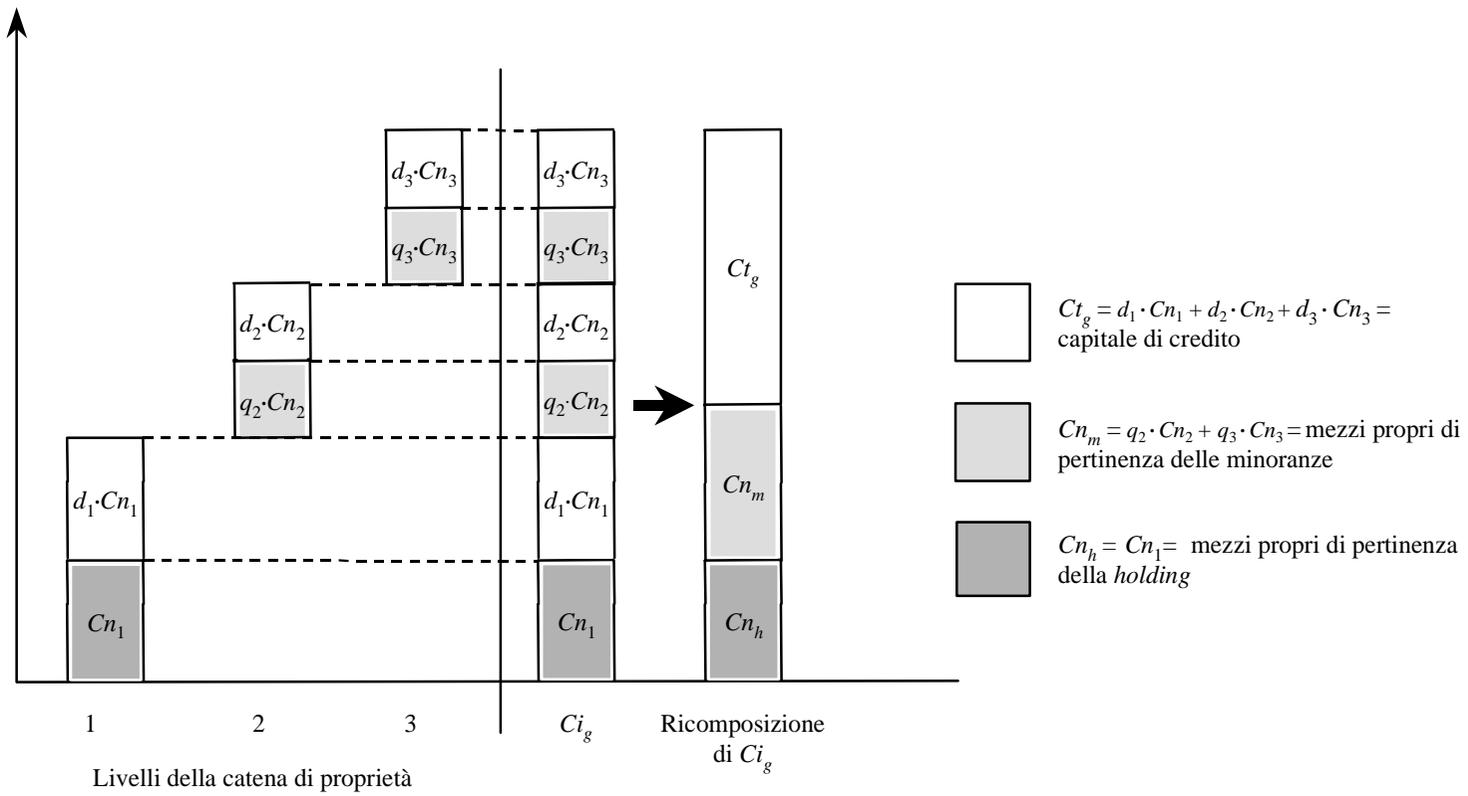
Capitale netto di gruppo  $Cn_g$



$Cn_m = q_2 \cdot Cn_2 + q_3 \cdot Cn_3 =$  mezzi propri di pertinenza delle minoranze



$Cn_h = Cn_1 =$  mezzi propri di pertinenza della *holding*



## ◆ Il profilo temporale

- La presenza di *flussi finanziari interni* al complesso può aiutare il perseguimento del *sincronismo* fra impieghi e fonti
- Possibilità di un originale «sistema di composizione» a cui si sottopongono tutte o parti delle unità aziendali
- Correlazione temporale, in capo alle *singole unità aziendali*, di flussi di per sé non sincronizzabili, attraverso:
  - *temporanea immissione* di risorse necessarie per lo sviluppo di alcune realtà aziendali, da parte di altre unità, secondo rapporti programmati a nullo o a controllato grado di onerosità;
  - *ridefinizione dei tempi* rispettivamente di realizzo e di rimborso dei crediti e debiti collegati all'operatività intragruppo, cioè generati dai rapporti di scambio che hanno luogo all'interno;
  - *irrobustimento strutturale* delle *catene di proprietà* legato allo spostamento stabile all'interno del complesso di risorse funzionali a consolidare la dotazione permanente di mezzi, in relazione alla natura degli investimenti che le diverse unità pongono in essere.

- I rapporti interni al sistema, se posti in essere consapevolmente tra le associate per effetto di una *spontaneo adattamento* favorito dalla esistente rete di collegamenti di gruppo, o per una *programmazione centralizzata* condotta dalla *holding*, contribuiscono a risolvere il problema della correlazione temporale dei flussi finanziari a livello di singola unità aziendale, *spostandolo* tuttavia *ad un livello più alto*
- Dunque, la verifica dei sincronismi che assicurano o che impediscono una correlazione temporale tra i flussi in entrata e in uscita del sistema va condotta non solo a livello complessivo, ma anche ai *livelli intermedi* (da *ricercare* caso per caso), oltre che nelle *unità primarie*, al fine di accertare l'*attitudine dei medesimi livelli* a stabilizzare nel tempo i fabbisogni di complesso
- Ripercussioni sull'*assetto finanziario complessivo*:
  - i flussi interni (a vario titolo) tendono a controbilanciare gli squilibri strutturali o funzionali sotto un profilo quantitativo, attraverso la distribuzione (progettata *ex ante* o realizzata con immediatezza per adattamento reciproco) delle risorse in taluni ambiti del complesso;
  - gli stessi flussi sono orientati ad operare una sorta di *trasformazione temporale* delle risorse a disposizione, attraverso i successivi trasferimenti nell'ambito di una medesima catena di proprietà nel gruppo o di catene parallele.

- Pertanto l'interposizione di unità aziendali *non è neutrale* ai fini della percezione del rischio finanziario della gestione, in quanto:
  - *coinvolge la responsabilità* dei soggetti che ivi operano e le garanzie assicurate dal patrimonio delle unità controllate coinvolte nel processo;
  - in relazione a tale patrimonio (o a tali patrimoni, allorquando l'intermediazione si estenda su più stadi) *si modifica il rischio complessivo* per effetto della necessità di ponderare i processi di investimento e di finanziamento nel contesto del preesistente assetto finanziario delle singole unità che li pongono in essere;
  - ciascuna unità partecipa al processo allocativo non solo e non tanto in quanto datrice e prenditrice di mezzi finanziari nel contesto di un preesistente assetto patrimoniale e finanziario, ma anche e soprattutto in quanto *capace di una autonoma generazione (e assorbimento) di flussi legati al ciclo della sua gestione caratteristica*.
  
- Dunque, l'interposizione di unità aziendali è *funzionale*:
  - a *rendere finanziabili* progetti altrimenti non facilmente sostenibili al di fuori di un tale contesto, per quantità, rischi e condizioni non sopportabili altrimenti;
  - a *trasformare temporalmente* risorse a breve in risorse che vengono intermedie nell'ambito del complesso con tempi di rimborso più lunghi, essendo tale trasformazione resa possibile dagli assetti patrimoniali frapposti tra i soggetti mutuatari in via originaria e i soggetti beneficiari nonché dai connessi sistemi di flussi generati dalla gestione operativa di ciascuna unità.

## ◆ Il profilo del rischio

- La frammentazione degli ambiti operativi e dei connessi assetti patrimoniali parziali consente di *localizzare* i rischi, rispetto alla situazione di una *macro-unità* aziendale che concentri al suo interno tutte le condizioni di produzione.
- Possibilità di *intromettere* o di *estromettere* nel sistema, con relativa flessibilità e con un accresciuto livello di elasticità della gestione, rispettivamente:
  - *assetti operativi* tesi a bilanciare per evoluzione di svolgimento del ciclo tipico o per ambiti di diversificazione produttiva, le combinazioni in essere nel contesto del gruppo;
  - *unità aziendali* non più compatibili con il sistema complessivo, quanto ad assorbimento di risorse o ad assetto di composizione patrimoniale.
- Il processo di *localizzazione* dei rischi assume significato non solo nel tentativo di contenere gli esiti di probabilità di perdite, ma in relazione alla ricerca di una dotazione patrimoniale coerente con l'assetto complessivo che il gruppo si è dato secondo definiti livelli di *leva azionaria* e di *leva creditizia*

- Dunque, per una singola unità aziendale, la modificazione del rischio finanziario legata all'appartenenza ad un gruppo non può essere compiutamente percepita considerando solo il potenziale effetto di *bilanciamento* da parte del sistema, se non viene verificata altresì la possibilità di un *localizzato* incremento del rischio insito nei vari *business* (o in gruppi omogenei di *business*) per effetto dei legami di complesso.
- Ne consegue che la percezione del *rischio finanziario* di gruppo non è soddisfatta dall'osservazione del gruppo nel suo insieme, se non si accompagna alla considerazione delle relazioni tra unità e sottogruppi, suscettibili di produrre alterazioni interne, apparentemente irrilevanti in termini globali, ma capaci di estendersi ad ambiti ulteriori del complesso.

## La percezione dell'equilibrio finanziario nel gruppo

- Esigenza di osservare non solo il gruppo nella sua interezza
- Ciò per accertare eventuali situazioni di pregiudizio grave per la sopravvivenza delle unità aziendali, per effetto di processi di deterioramento che portino alla impossibilità di rimborso dei debiti e alla perdita del capitale, con riguardo specifico a talune unità interessate
- Al fine di esprimere un giudizio sull'equilibrio finanziario di gruppo è dunque necessario considerare l'intreccio di relazioni che si stabiliscono all'interno, così da *verificare la relazione esistente tra l'equilibrio finanziario percepito su base consolidata e quello osservato nelle unità aziendali che lo compongono*

*Equilibrio finanziario percepito  
a livello di complesso*

*Si*

*No*

*Equilibrio finanziario  
in tutte le unità  
aziendali del gruppo*

*Si*

- Unità fortemente patrimonializzate
- Gestione delle risorse finanziarie *fra e nelle* unità del gruppo

- Basso ricorso alla *leva azionaria*
- Autofinanziamento di gruppo incompatibile con lo sviluppo

*I*

*II*

*No (\*)*

*IV*

*III*

- Unitaria gestione finanziaria di gruppo
- Posizioni finanziarie individuali del tutto disomogenee

- Elevato indebitamento delle unità
- Mancato coordinamento dei flussi *fra e nelle* unità del gruppo

## I percorsi di deterioramento dell'equilibrio di gruppo

- Le situazioni contrassegnate da asimmetria interna, anche se apparentemente ricomposta a livello di gruppo, manifestano condizioni di *potenziale instabilità prospettica*, per due motivi
  - perché le unità in disequilibrio aggravano in modo lento ma progressivo la propria posizione quando l'attenzione del gruppo è prevalentemente rivolta al recupero dell'equilibrio di complesso
  - per la complessità della gestione integrata delle risorse di gruppo:
    - difficoltà a rintracciare profili finanziari complementari
    - necessità di disporre di un sistema informativo capace di gestione integrata
    - ostilità del *management* delle unità di gruppo in equilibrio
- La diffusione delle situazioni di squilibrio si connette a tre elementi
  - *ampiezza* dello squilibrio in atto
  - *natura* dello squilibrio (fattori generanti)
  - *velocità* di propagazione interna

- *Ampiezza* dello squilibrio:
  - *consistenza* dello squilibrio (misura delle risorse che consentirebbero di ripristinare condizioni soddisfacenti)
  - *peso relativo* del contesto aziendale cui si riferisce lo squilibrio
  
- *Natura* dello squilibrio:
  - *insufficienza di mezzi propri*
  - *sproporzione* di finanziamenti a vista rispetto ad attività prevalentemente immobilizzate
  - *incapacità di sincronizzare* flussi in entrata ed uscita in assenza di un'adeguata riserva di liquidità
  - *perduranti situazioni di disequilibrio economico* che non si accompagnano a processi di ricapitalizzazione adeguata
  
- *Velocità di propagazione* dello squilibrio. Dipende da:
  - *i canali* di trascinamento (sistema di transazioni operative, sistema delle linee di proprietà, sistema di gestione della tesoreria)
  - *i meccanismi di trascinamento* (leva operativa, leva creditizia, leva economico-finanziaria nell'impresa – leva azionaria, leva finanziaria di gruppo, leva economico-finanziaria complessiva)

