

**IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ
COME "DRIVER"
DEL RISCHIO FINANZIARIO**

**Un modello interpretativo
basato sul tempo**

**a cura di
Antonio Del Pozzo
Salvatore Loprevite
Sebastiano Mazzù**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

**IL RISCHIO DI LIQUIDITÀ
COME "DRIVER"
DEL RISCHIO FINANZIARIO**

**Un modello interpretativo
basato sul tempo**

**a cura di
Antonio Del Pozzo
Salvatore Loprevite
Sebastiano Mazzù**

FrancoAngeli

Copyright © 2014 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Introduzione	pag.	9
1. Il “rischio finanziario” e il “rischio di liquidità”, di Antonio Del Pozzo	»	11
1. Introduzione	»	11
2. Il “rischio di liquidità”	»	12
3. Il “rischio di liquidità” nei modelli di previsione dell’insolvenza: le nuove frontiere di ricerca	»	14
4. Gli equilibri aziendali come condizione della continuità aziendale e della liquidità	»	16
4.1. L’equilibrio reddituale	»	17
4.2. L’equilibrio finanziario statico e dinamico	»	18
4.3. Equilibrio monetario e ordinata successione delle entrate e delle uscite: il default	»	19
5. Un’interpretazione integrata della dinamica di cassa	»	21
6. Il problema e il modello di riferimento	»	23
7. Il governo del “rischio di liquidità” nel Financial Risk Management	»	26
Bibliografia	»	28
2. La liquidità e il “rischio di liquidità” nei principi contabili, di Salvatore Loprevite	»	31
1. Introduzione	»	31
2. Le “disponibilità liquide” nei principi contabili	»	32
2.1. I principi contabili nazionali	»	33
2.2. I principi contabili nazionali IAS/IFRS	»	35
2.3. Il cash pooling	»	38
3. Il “rischio finanziario” e il “rischio di liquidità” nei principi contabili nazionali e internazionali	»	44

4. Gli obblighi d’informativa sul “rischio finanziario” e sul “rischio di liquidità”	pag.	46
4.1. Il “rischio di continuità”	»	46
4.2. Il “rischio di liquidità”	»	50
Bibliografia	»	56
3. Tempi economici e tempi finanziari dei processi nella valutazione della solvibilità aziendale, di Antonio Del Pozzo	»	61
1. Introduzione	»	61
2. Tempo e performance: le classi dei diversi indicatori	»	62
3. Gli strumenti del controllo di sintesi fondati sul tempo: “maturity gap” e “duration gap”	»	64
4. Gli altri indicatori di “maturity”	»	66
5. Gli indicatori di rotazione (o di “turn-over”)	»	69
6. Gli indicatori di durata (o di “maturity implicita”)	»	72
7. Fisiologia e patologia delle dinamiche della rotazione del CCNO	»	76
8. “Maturity” e durata ponderata dei crediti e dei debiti commerciali	»	78
9. Il significato informativo degli indici di rotazione e di durata ai fini delle condizioni di equilibrio finanziario e monetario	»	80
10. Dinamiche gestionali ed impatto sulla “maturity”	»	81
10.1. Gli indicatori di durata media del capitale investito	»	82
10.2. Gli indicatori di capacità di rimborso dei debiti	»	83
11. Indicatori di liquidità tradizionali e “no-credit interval”: da Beaver ai “Liquidity Coverage Ratios”	»	84
Bibliografia	»	86
4. La misurazione delle oscillazioni dei flussi di cassa: il “cash-flow-at-risk”, di Antonio Del Pozzo	»	89
1. Introduzione	»	89
2. Il concetto di VAR	»	90
3. Le logiche di calcolo del VAR	»	92
4. Identificazione dei rischi	»	95
5. “Driver” del rischio e relativi indicatori chiave di rappresentazione	»	96
6. Stima dell’impatto dei fattori di rischio	»	99
7. Il VAR applicato al business plan (full valuation)	»	101
8. Il VAR applicato alle misurazioni delle oscillazioni del capitale operativo	»	103

9. Il “Cash-Flow-At-Risk”	pag.	104
10. Differenti approcci alla simulazione delle ipotesi	»	105
11. Argini (soglie di resistenza) e varianza dei flussi: le diverse opzioni	»	109
Bibliografia	»	111
5. Il tempo come “driver” del rischio di liquidità e finanziario: un modello interpretativo , di <i>Antonio Del Pozzo</i>	»	115
1. Introduzione	»	115
2. Il modello formale “rischio di rovina” di Wilcox	»	115
3. Valore del capitale operativo e valore del debito. Il modello di Merton	»	118
4. Il modello interpretativo contingent claim del rischio finanziario	»	122
5. Il serbatoio di risorse finanziarie	»	124
6. Il flusso di cassa (FCFE rettificato)	»	125
7. Fidi deliberati e non ancora utilizzati. Le linee di credito stand-by	»	128
8. Il sottostante	»	128
9. Lo swap come schema logico-operativo “contingent claim” per interpretare il default	»	129
Bibliografia	»	132
6. Il governo del rischio di liquidità , di <i>Antonio Del Pozzo</i>	»	139
1. Introduzione	»	139
2. Un modello integrato di gestione del “rischio di liquidità”	»	140
3. Il “cash flow hedging” mediante derivati	»	141
4. “Immunizzazione temporale” e “maturity ladder”	»	143
5. Il controllo di tesoreria	»	145
6. Flussi di cassa della gestione corrente e “rischio di volatilità”	»	148
7. Revolving e flussi assorbiti dall’indebitamento a breve termine	»	149
8. I parametri di controllo per la liquidità	»	152
Bibliografia	»	154
7. Il reporting sul “rischio di liquidità” nei bilanci delle imprese italiane: alcune evidenze empiriche , di <i>Salvatore Loprevite</i>	»	161
1. Introduzione	»	161
2. Il reporting sul “rischio finanziario” e sul “rischio di liquidità”: breve review della letteratura	»	162

3.	L'atteggiamento delle imprese italiane verso il reporting sul "rischio di liquidità"	pag.	165
3.1.	Il campione e la metodologia di analisi	»	165
3.2.	L'atteggiamento delle imprese verso varie categorie d'informazioni sul "rischio di liquidità"	»	168
3.3.	Profondità dell'informazione e compliance	»	172
4.	Considerazioni conclusive	»	174
	Bibliografia	»	177
8.	Struttura finanziaria delle imprese e gestione della liquidità durante la crisi , di <i>Sebastiano Mazzù</i>	»	181
1.	Introduzione	»	181
2.	Il campione e la base dati	»	182
3.	Redditività e liquidità aziendale	»	183
3.1.	La capacità di produzione del reddito	»	184
3.2.	Liquidità e tempi dei processi	»	185
3.3.	La relazione redditività-liquidità	»	187
4.	Propensione agli investimenti	»	189
4.1.	Immobilizzazioni e tempi di ritorno degli investimenti	»	190
5.	Solidità patrimoniale e sostenibilità finanziaria	»	192
5.1.	Autonomia patrimoniale	»	192
5.2.	Dipendenza finanziaria	»	194
	Bibliografia	»	195
9.	Finanziabilità delle imprese e razionamento del credito , di <i>Sebastiano Mazzù</i>	»	197
1.	Introduzione	»	197
2.	L'esposizione bancaria delle imprese	»	198
2.1.	Dinamica dell'indebitamento bancario	»	199
3.	La capacità di rimborso dei debiti finanziari	»	200
3.1.	La copertura dei debiti finanziari	»	201
3.2.	L'incidenza degli oneri finanziari	»	202
4.	La debancarizzazione del credito	»	203
4.1.	Le imprese debancarizzate	»	205
	Bibliografia	»	206
	Considerazioni conclusive	»	207

INTRODUZIONE*

Negli ultimi anni il rischio di liquidità è divenuto una delle principali cause dei *default* aziendali. Ciò ha reso sempre più evidente l'importanza dell'allineamento dei tempi delle dinamiche reddituale, finanziaria e di cassa, e la costruzione di *presidi di liquidità* per sopperire alle dinamiche reddituali avverse di breve periodo.

I *tempi economici*, i *tempi monetari* e quelli *finanziari* solo in parte, e con evidenti limitazioni, possono essere desunti mediante l'analisi finanziaria del bilancio; i modelli di previsione dell'insolvenza di ordine formale (modelli rischio di rovina – *risk of ruin* – alla Wilcox, modelli strutturali alla Merton) li trascurano.

La correlazione tra *maturity* degli impieghi e delle fonti è il principale strumento per perseguire la capacità di rimborso delle obbligazioni e governare il *rischio di liquidità*. Ancora poco indagato è, invece, l'impatto che i processi aziendali (*tempi economici*) determinano sui tempi della situazione finanziaria aziendale (*tempi monetari-finanziari*). Inoltre, sappiamo ancora poco su come, e se, le imprese percepiscono il *rischio di liquidità*, come pensano di governarlo, quali costi e performance economiche attribuire alla gestione della liquidità. Non è ancora chiaro, infine, quanto la crisi finanziaria e la conseguente perdita (o il timore di perdita) di redditività abbiano inciso su tali aspetti.

Si tratta di problemi *non deterministici*, in quanto ogni impresa deve progettare i livelli desiderati di governo del *rischio di liquidità*.

Il lavoro ha l'obiettivo di definire un modello di governo della liquidità aziendale che consenta di prevenire il *rischio di default*.

* Di Antonio Del Pozzo, Salvatore Loprevite e Sebastiano Mazzù.

Nel primo capitolo viene descritto, nei suoi tratti generali, il *rischio di liquidità* quale nuova frontiera di ricerca che si fa spazio nei testi di *Financial Risk Management* e nei modelli di governo del rischio finanziario di matrice bancaria come *driver* del rischio d'insolvenza.

Nel secondo capitolo si delineano, nei loro risvolti critici, le nozioni di *disponibilità liquide* e di *rischio di liquidità* tracciate nei principi contabili nazionali e internazionali, chiarendo quali sono gli obblighi di comunicazione su tale profilo di rischio che le imprese, non senza difficoltà, devono recepire.

Segue, nel terzo capitolo, un esame degli strumenti di misurazione dei *tempi economici e finanziari-monetari* di svolgimento dei processi. Tali indicatori, trascurati dalla dottrina, stanno diventando sempre più importanti, nei comportamenti manageriali, nella valutazione del rischio d'impresa.

Ciò costituirà la premessa per affrontare (quarto capitolo) la misurazione del *rischio di liquidità*, con particolare riferimento alle tecniche per la stima del *cash-flow-at-risk*.

Si delinea, quindi, nel quinto capitolo, un modello *contingent claim* di interpretazione dell'insolvenza ancorato alle necessità di governo della liquidità. Il modello tiene conto dei comportamenti degli azionisti e dei creditori, che sono condizionati dai tempi di svolgimento dei processi aziendali. Si tratta di un modello *rischio di rovina*, in grado di cogliere i profili interni ed esterni del *rischio finanziario*, che recepisce molte ipotesi del modello di Wilcox e parte delle intuizioni e dello schema operativo del modello di Merton.

Si sintetizzano, quindi (sesto capitolo), il *framework* di riferimento per il governo del *rischio di liquidità* e le diverse opzioni di trattamento. Si adatterà un approccio di sintesi eclettico, in grado di recepire diversi schemi concettuali.

Gli ultimi tre capitoli del lavoro propongono i risultati di alcune analisi empiriche, riferite a questi ultimi anni caratterizzati da una grave e persistente crisi economico-finanziaria, sugli atteggiamenti seguiti dalle imprese per rappresentare in bilancio (settimo capitolo) e governare (ottavo capitolo) il *rischio di liquidità*, e sulle modificazioni avvenute nelle condizioni di finanziabilità delle imprese e gli effetti del razionamento del credito (capitolo 9).

1. IL “RISCHIO FINANZIARIO” E IL “RISCHIO DI LIQUIDITÀ”

di Antonio Del Pozzo

1. Introduzione

Sul piano teorico, negli studi sulla previsione dell'insolvenza domina l'ipotesi che i finanziatori dovrebbero sempre finanziare o rifinanziare le imprese in cui il valore economico dell'attivo è superiore al valore del passivo; queste ultime, attraendo capitali finanziari, dovrebbero essere di conseguenza solvibili.

Negli studi di matrice contabile e in quelli sulla creazione del valore, similmente, la capacità di attrazione del capitale è affidata alle relazioni tra rendimento del capitale investito e costo del capitale. Quest'ultimo è limitato al *costo del debito* nell'approccio contabile e al *costo medio ponderato del capitale* (nel mix della struttura finanziaria debito finanziario/equity) negli studi del valore. Verificatasi la condizione per cui il rendimento del capitale investito supera il costo del capitale, i finanziatori avrebbero convenienza a finanziare o rifinanziare l'impresa.

Sul piano astratto, di conseguenza, un'impresa, la cui redditività degli impieghi è superiore del costo delle fonti di finanziamento, non può fallire. La solvibilità viene considerata, dunque, il riflesso della redditività della gestione¹.

In questo capitolo esamineremo, invece, l'importanza della liquidità nella gestione d'impresa e i suoi possibili risvolti sul *rischio di default*.

¹ Invero, negli studi sul valore, si precisa ulteriormente che la solvibilità è la precondizione (non esaminata) perché l'impresa possa creare valore per gli azionisti.

La crisi dei mercati finanziari, infatti, ha posto l'attenzione sulla liquidità quale variabile strategica per la stessa sopravvivenza aziendale². È crollato il *credo* che il valore economico dell'attivo sia la variabile privilegiata per la comprensione della probabilità di *default*, perché le nuove turbolenze sui mercati dei capitali indotte dall'incertezza dei flussi attesi, segnalata dall'altissima volatilità dei Beta delle azioni, rendono molto incerto il legame tra capitalizzazione di borsa e reale andamento economico delle aziende.

2. Il “rischio di liquidità”

Il tema del *rischio finanziario* forma oggetto di una vasta bibliografia, difficile da condensare se non in grandi filoni di ricerca.

Gli studi sul *rischio finanziario* sono prevalentemente volti alla previsione dell'insolvenza, anche per i molteplici risvolti che questo argomento riveste nelle applicazioni professionali³. Il *rischio finanziario* (nella sua connotazione di *rischio di default*) consiste in un'incapacità definitiva di fare fronte alle obbligazioni assunte, per effetto di un irrimediabile deterioramento dell'assetto economico-finanziario. Tale impossibilità di continuare le operazioni trova la sua sintesi nel celebre modello di Merton: le imprese falliscono quando il valore economico dell'attivo è inferiore del valore nominale del debito.

Negli ultimi anni, anche per effetto della crisi dei mercati finanziari, è emersa la nozione di *rischio di liquidità* come manifestazione particolare del rischio finanziario.

Il *rischio di liquidità* riguarda una difficoltà più specifica, di carattere temporaneo, ad assicurare idonea liquidità allo svolgimento dei processi

² La stampa economica ha coniato l'espressione *cash is king* per rimarcare l'importanza della liquidità nella crisi finanziaria globale.

³ È noto, al riguardo, che tali modelli sono molto diversi tra loro e che la nozione di rischio finanziario che ne emerge è quanto mai mutevole ed eclettica. Ciò che preme sottolineare è la mancanza di un'accezione comune e condivisa delle cause che originano il fallimento, e di conseguenza anche di *rischio di default* e di *rischio finanziario*, così come di un framework unificante i diversi approcci per la previsione dell'insolvenza (Alberici et al., 1986; Szego e Varetto, 1999; Visconti, 1999; Dallochio, 2009; Del Pozzo, 2011). Dominano i modelli di matrice euristica (Beaver, 1966; Altman, 1968) che forniscono anche la base concettuale dei modelli di misurazione dei rating di matrice bancaria. Coesistono, inoltre, studi di matrice formale sul *rischio di default* (Wilcox 1973, Merton, 1974) ed altri approcci che desumono il rischio di insolvenza in funzione di parametri di mercato finanziario (*modelli reduced*) (Delzio e Maggiori, 2004), anche in relazione a variabili della performance aziendale (modelli *cash-flow-at-risk*).

aziendali. Gli studi sul *rischio di liquidità* tendono a ricondurlo a due grandi cause:

- sul fronte del passivo, alla difficoltà di rispettare le scadenze contrattuali delle obbligazioni già contratte o di rinnovare i debiti di continuità o di acquisire nuovo debito;
- sul fronte dell'attivo, alla difficoltà di rendere liquidi gli investimenti già eseguiti senza dover procedere a dismissioni anti-economiche.

I legami tra *rischio di default* e *rischio di liquidità* appaiono evidenti. In particolare, negli ultimi anni è divenuto sempre più chiaro che difficoltà temporanee di liquidità possono generare sfiducia nei finanziatori e condurre rapidamente alla distruzione del valore economico dell'attivo e al *default*.

Il *rischio di liquidità*, dunque, consiste nella incapacità di finanziare o rifinanziare, a una certa scadenza, il fabbisogno monetario di funzionamento che un determinato operatore presenta. La difficoltà di finanziamento, o di rifinanziamento delle operazioni, si associa a quella di rendere liquide le attività mediante smobilizzo, anche straordinario, delle stesse per la presenza di attivi specifici il cui valore, in caso di vendita, tenderebbe a crollare. Lo smobilizzo anti-economico dell'attivo non è praticabile anche per altre ragioni, in particolare legali (ad esempio rischi di revocatoria) e psicologiche. Le imprese diventano insolventi, di conseguenza, anche perché non hanno la liquidità sufficiente per continuare i cicli produttivi, e i finanziatori interrompono le relazioni di credito.

Il *rischio di liquidità* è influenzato fortemente dalle condizioni perturbate dei mercati finanziari e dalla percezione del rischio che in essi si manifesta. Nei periodi di euforia, le risorse finanziarie affluiscono abbondanti verso l'impresa. Tuttavia, se muta la percezione del rischio, se si radica la sfiducia verso le capacità imprenditoriali di remunerazione e di rimborso delle fonti di finanziamento, l'impresa troverà sempre maggiori difficoltà a reperire risorse finanziarie.

Le imprese non possono perseguire obiettivi di performance economica non compatibili con quelli di sostenibilità finanziaria: questi obiettivi vanno, invece, contemperati, perseguendo congiuntamente un corretto *binomio impieghi-fonti* che sia in grado di coniugare le condizioni della liquidità e della redditività della gestione.

Al tempo stesso, è ancora più evidente che la capacità dell'impresa di essere solvibile è preconditione della generazione di valore economico del capitale.

Infatti, se l'impresa non riesce a rigenerare i fattori produttivi rifinanziando le operazioni, si deprimono drasticamente le aspettative di generazione dei flussi di cassa e la mancanza di liquidità distrugge rapidamente il valore economico del capitale. Si riducono i flussi di cassa operativi attesi, e di conseguenza l'*enterprise value*, in quanto l'impossibilità di avviare i cicli produttivi determina una significativa contrazione dei volumi di produzione e vendita. Nelle aziende quotate, inoltre, il timore di un aumento del capitale sociale che sopperisca ai problemi di liquidità, per l'inevitabile effetto diluizione del valore dell'*equity* che comporta, conduce rapidamente alla perdita di valore di mercato delle azioni.

In generale, possiamo dire che il *rischio di liquidità* è tipicamente di breve termine, mentre la *solvibilità* è condizione di lungo termine. I finanziatori sono interessati *in primis* a tutelare la recuperabilità del loro credito, e ciò li può condurre a revocare le linee di credito di fronte al rischio che venga intaccata la capacità di generare e distribuire flussi di cassa. Di conseguenza, un'impresa perfettamente solvibile nel lungo termine, a causa di problemi di liquidità, può fallire.

3. Il “rischio di liquidità” nei modelli di previsione dell’insolvenza: le nuove frontiere di ricerca

Gli studi sul *rischio di liquidità* esercitano una formidabile pressione verso un approfondimento dei modelli di previsione dell'insolvenza, in quanto la stessa è il risultato dell'interazione dei comportamenti degli azionisti e dei finanziatori. Questi ultimi, in particolare, possono avere un atteggiamento più accomodante nel sostenere temporanee situazioni di crisi; ma potrebbero anche richiedere tempestivamente il fallimento. Gli azionisti, invece, possono decidere di ricapitalizzare l'impresa o di abbandonarla alle sue sorti.

I modelli di previsione dell'insolvenza, in sostanza, richiedono un'esplicitazione formale delle relazioni tra variabili rilevanti per la comprensione dell'insolvenza non soltanto in senso *oggettivo* (ad esempio, mediante le relazioni tra valore economico dell'attivo e valore del passivo o quelle tra ricavi e costi o tra entrate e uscite di cassa), ma anche in senso *soggettivo*, considerando cioè i comportamenti concreti degli azionisti e dei finanziatori.

La distanza tra accezioni oggettive e soggettive d'insolvenza può essere molto marcata, ed è mutevole nel tempo anche in considerazione di elementi eterogenei di difficile ponderazione, in particolare le prassi di affidamento e di rinnovo degli affidamenti bancari.

L'esigenza di ridurre la distanza tra proposizioni astratte e comportamenti concreti (in particolare dei finanziatori) che possono generare il *default* conduce ad affrontare le seguenti questioni:

- quali sono i *drivers* sui quali fondare l'assetto economico-finanziario significativi per i creditori?
- che importanza assume il tempo di svolgimento dei processi?
- quale schema logico-operativo *contingent claim* è capace d'interpretare il *default*?
- quali sono i comportamenti degli azionisti e dei finanziatori in relazione alle variabili che compongono il modello?

Gli studi sulla previsione dell'insolvenza hanno individuato nel valore economico del capitale, come desumibile dai corsi azionari, uno dei fondamentali indicatori della solvibilità aziendale: la prospettiva è quella dell'azionista, e si assume, similmente a quanto avviene nel *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, che i prezzi azionari riflettano le condizioni di redditività e di rischio che caratterizzano ciascuna azienda. La concezione del rischio è desunta *dall'alto* (termine oramai di ampia diffusione), a volere significare che dipende dall'osservazione dei mercati dei capitali, e in particolare dai corsi azionari.

Le condizioni sempre più perturbate dei mercati e lo sviluppo di numerose tecniche di ricerca operativa hanno, però, posto le premesse per l'approfondimento delle dinamiche di rischio nella prospettiva interna aziendale, con approccio c.d. *dal basso*.

Ciò, come vedremo, è la conseguenza della grande flessibilità d'impiego della tecnica dei VAR (*Value-At-Risk*) che, dalla stima dei rischi di mercato connessi alla detenzione di attività finanziarie, si è progressivamente estesa ad applicazioni di governo dei rischi operativi aziendali. Diverse varianti dei VAR si applicano anche allo studio della volatilità delle performance aziendali (*Cash-Flow-At-Risk*, *Ebitda-At-Risk*).

Gli studi sulla previsione dell'insolvenza, dunque, devono affrontare la sfida di considerare il rischio nella prospettiva interna aziendale, nella quale si combinano *profili esterni*, connessi alla dinamica dei mercati finanziari e delle *commodities* (rischi d'interesse, di cambio, dei prezzi di acquisto delle materie prime, dei prezzi di vendita, ecc.), i *profili interni*, riconducibili alla gestione aziendale (leva operativa, leva finanziaria, efficacia ed efficienza dei processi produttivi, ecc.).

4. Gli equilibri aziendali come condizione della continuità aziendale e della liquidità

Appare utile premettere che la valutazione delle condizioni di equilibrio reddituale, finanziario e monetario della gestione è il risultato di un giudizio complesso.

È essenziale distinguerne, innanzitutto, la connotazione *soggettiva* o *oggettiva*.

Consideriamo *oggettiva* una condizione indipendente dai giudizi che su di essa possano dare il management, gli azionisti o i finanziatori; *soggettiva* quella in cui si esplica un preliminare giudizio di congruità da parte di coloro che conducono la valutazione.

Sono prevalentemente soggettivi i giudizi sull'equilibrio reddituale e finanziario, mentre domina la componente oggettiva nella qualificazione dell'equilibrio monetario.

Inoltre, la valutazione può essere condotta a un dato istante, e cioè dal punto di vista *statico*, oppure può essere intesa in *sensu dinamico* (o *evolutivo*), cioè abbandonando una logica di tipo *puntuale* per considerare la condizione nello svolgersi del tempo. Gli equilibri aziendali sono per loro natura essenzialmente dinamici.

Con considerazione simile a quella di dinamicità della condizione di equilibrio, la dottrina italiana distingue la condizione di equilibrio *di breve periodo* e *di medio-lungo periodo*, a seconda che il giudizio sia condotto in un dato istante oppure considerando gli eventi attesi per un certo numero di anni. L'equilibrio reddituale e quello finanziario sono prevalentemente di medio-lungo termine, mentre quello monetario è tipicamente di breve termine. Tale classificazione sottintende il carattere di derogabilità transitoria o meno della condizione di equilibrio.

Infine, è particolarmente importante considerare le interrelazioni tra la dinamica reddituale, quella finanziaria e monetaria. A sua volta, l'equilibrio economico-finanziario è profondamente influenzato dall'assetto operativo e strategico della gestione.

È necessario sottolineare che la dottrina italiana fa discendere dal verificarsi delle condizioni di equilibrio economico-finanziario della gestione il manifestarsi dei caratteri di *durabilità* (la capacità di perpetrare la combinazione produttiva) e di *autonomia* (la capacità di svolgere la gestione senza aiuti esterni che la sorreggano), che in sostanza segnano la lontananza dal punto di *default*.

4.1. L'equilibrio reddituale

L'equilibrio reddituale è la condizione di sintesi che qualifica l'attitudine dell'impresa a remunerare nel tempo, con i ricavi di gestione, il costo dei fattori produttivi impiegati e consumati nello svolgimento dell'attività d'impresa. La dinamica reddituale consente di preservare nel tempo l'integrità e l'accrescimento del valore del capitale ed è fonte, sul piano logico, dell'equilibrio finanziario.

La relazione tra ricavi e costi, intesi in accezione contabile, assume la connotazione di *equilibrio economico oggettivo*. Tuttavia, i conferenti di capitale attendono una remunerazione che è influenzata dalle aspettative soggettive, in particolare dal settore di attività e dai rischi sopportati. In sintesi, quindi, il reddito deve consentire la formazione di un profitto che sia in grado di soddisfare le attese degli azionisti di remunerazione del capitale. Di conseguenza, l'equilibrio reddituale assume una connotazione *oggettiva e soggettiva*.

L'equilibrio reddituale potrebbe mancare nel breve termine per esigenze strategiche (la necessità di conquistare un mercato, con la conseguente decisione di vendere temporaneamente a prezzi non remunerativi) o fattori ambientali contingenti (caduta temporanea dei livelli di domanda, andamenti speculativi dei mercati delle *commodities*, con conseguenti aumenti dei costi di produzione, ecc.). Nel lungo termine deve essere però raggiunto, pena la costante distruzione del capitale, con la conseguente mancanza di autonomia dell'azienda derivante dall'esigenza di dover chiedere ai soci la copertura delle perdite.

Temporanee perdite della gestione devono essere programmate, nel senso che, se il management le considera probabili, occorre trovare le opportune forme di copertura alla distruzione di capitale che con esse si determina⁴.

L'equilibrio reddituale è anche di per sé *dinamico*, in quanto dipende dalla successione temporale degli eventi; ed è complesso, perché dipende dalla interrelazione dei comportamenti e delle aspettative degli *stakeholders* che convergono nell'impresa.

⁴ La *miopia manageriale* che determina la focalizzazione sui comportamenti di breve termine, in particolare verso i clienti, può minacciare la capacità di conquistare l'equilibrio nel medio-lungo termine; occorre, invece, assicurare la *customer satisfaction* nel lungo termine.

4.2. L'equilibrio finanziario statico e dinamico

La condizione di *equilibrio finanziario* si realizza quando l'impresa è costantemente in grado di acquisire le fonti di finanziamento necessarie, nelle forme tecniche più appropriate, per dare copertura ai fabbisogni di capitale causati dalla gestione d'impresa. Anche l'equilibrio finanziario è tipicamente di medio-lungo termine⁵.

In accezione statica, com'è noto, il principale indicatore di equilibrio finanziario è il Capitale Circolante Netto (CCN). Esso, com'è noto, indica se la struttura finanziaria è adeguatamente progettata, perché, se è positivo, la struttura delle fonti è tendenzialmente più rigida della struttura degli impieghi: l'impresa dovrebbe generare esborsi finanziari connessi all'indebitamento commerciale e finanziario con tempi più lunghi rispetto a quelli entro cui gli impieghi genereranno liquidità. In tal senso, l'equilibrio finanziario è anche la premessa logica dell'equilibrio monetario.

La produzione continua di nuovi flussi economico-finanziari modifica, tuttavia, la consistenza e la struttura degli impieghi e delle fonti di finanziamento, istante per istante, tanto da richiedere un approfondimento della condizione di equilibrio finanziario in senso dinamico.

Imprese solidissime, soprattutto di grandi dimensioni, rapidamente possono diventare insolventi se si conseguono perdite rilevanti, o se la dinamica degli investimenti è eccessiva. Imprese apparentemente squilibrate possono invece generare in breve tempo consistenti flussi finanziari tali da riequilibrare il CCN.

La cinghia di trasmissione dei risultati economici operativi ai margini finanziari è l'EBITDA, che costituisce il flusso di CCN generato dalla *gestione operativa corrente*. Altra importante cinghia di trasmissione è il *cash flow convenzionale* (utile più ammortamenti e accantonamenti), che misura il flusso di CCN complessivamente prodotto dalla *gestione corrente* (figura 1.1).

Attraverso la misurazione dell'EBITDA e del *cash flow convenzionale* possiamo, quindi, stimare di quanto si accrescono, per effetto dell'attività svolta, le risorse finanziarie disponibili nel breve termine.

Considerando anche le variazioni attese del Capitale Circolante Netto Operativo⁶ conseguenti alla durata dei cicli commerciali-finanziari possiamo anche stimare i flussi attesi di cassa generati dalla gestione.

⁵ Si pensi, per assurdo, ad un debitore che copre le esigenze di finanziamento con un prestito usurario, compromettendo quindi la redditività e la liquidità nel futuro.

⁶ CCNO = rimanenze finali *più* crediti verso clienti *meno* debiti verso fornitori.

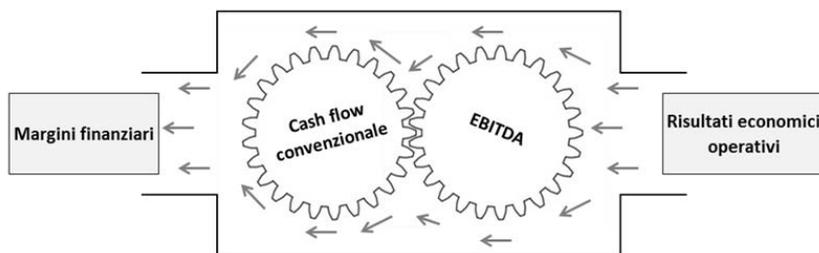


Figura 1.1 - Risultati operativi e margini finanziari

Poiché il CCN è indice di equilibrio finanziario statico, il flusso finanziario generatosi per effetto della gestione (EBITDA) è altamente significativo della solvibilità aziendale. L'EBITDA è, di conseguenza, il flusso su cui fare affidamento per il rimborso dell'indebitamento e la solvibilità di lungo termine.

Dal punto di vista dinamico, l'*equilibrio finanziario* include la dinamica reddituale, che genera risorse finanziarie per effetto della stessa gestione, ma anche la dinamica degli investimenti in capitale fisso e dell'indebitamento. Esso dipende, quindi, dall'evoluzione prospettica degli impieghi e delle fonti.

L'*equilibrio finanziario*, considerato in chiave dinamica, si configura come una condizione nella quale gli *inflow*, di gestione corrente e finanziaria, sono destinabili agli *outflow* assorbiti dagli investimenti e dalle necessità di rimborso e di remunerazione dei finanziamenti e del capitale proprio.

L'*equilibrio finanziario* è profondamente influenzato anche da profili soggettivi, poiché dipende significativamente dalle aspettative di generazione dei flussi economico-finanziari e di valore economico del capitale di lungo periodo. Da tale punto di vista, l'*equilibrio finanziario* può essere considerato la conseguenza logica dell'*equilibrio reddituale* e la premessa dell'*equilibrio monetario*.

4.3. *Equilibrio monetario e ordinata successione delle entrate e delle uscite: il default*

Legata all'*equilibrio finanziario* vi è la condizione di *equilibrio monetario*, che si realizza quando l'impresa è costantemente in grado di fare fronte ai pagamenti insiti nelle obbligazioni finanziarie contratte. L'*equilibrio monetario*, quindi, fa riferimento alla capacità dell'impresa di sostenere fisiologicamente la dinamica delle uscite, prevenendo il *default*.