

15 Maggio 2018

Società

La qualità dell'attivo nei risanamenti aziendali

Dott. Fabio Ceroni - Studio Palmeri Commercialisti Associati
Dott. Alessandro Tentoni – Studio Palmeri Commercialisti Associati
in collaborazione con Strategia Finanza e Controllo

1. Il ruolo dell'attivo nelle crisi d'impresa

Nelle situazioni aziendali in cui le disfunzioni, di origine interna o esterna, si sono propagate manifestando uno stato di crisi, la scelta della strategia imprenditoriale dovrebbe dipendere anche dai caratteri economici delle attività disponibili.

Mentre infatti l'articolazione del ceto creditorio rivela sia l'ammontare nominale della massa passiva da estinguere, con le probabili garanzie correlate, sia i soggetti che in qualche misura dovranno condividere le decisioni da intraprendere, l'analisi delle risorse residue illumina sulla perdurante unitarietà dell'azienda e sui flussi realistici associabili alle dismissioni da svolgere.

Questa indagine richiede la verifica del possibile ripristino delle condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale compromesse dallo stato di crisi, nelle interazioni tra condizioni interne di gestione e fattori ambientali esterni e, in caso affermativo, della congruità del reddito conseguibile in vista del ripianamento dell'esposizione debitoria.

Nei casi in cui si constati l'avvenuto dissolvimento dei legami che avvincono i beni e le risorse complementari coordinate nella combinazione produttiva,

assume allora rilevanza l'attitudine delle singole attività a tradursi in attendibili ritorni monetari.

Si passa ora ad illustrare le principali rappresentazioni di valore che possono assumere le diverse classi di valori dell'azienda, così da individuare quelle che meglio soddisfano le finalità del presente approfondimento.

2. Le diverse configurazioni dei valori attivi

Gli elementi attivi di un'impresa sono valorizzati con approcci diversi a seconda del contesto di riferimento in cui vengono esaminati.

Le più diffuse configurazioni di valore sono quelle del capitale di funzionamento (o di gestione), adottate nelle sintesi contabili infra-annuali e in sede di redazione del bilancio d'esercizio, del capitale economico, che orienta la valutazione di trasferimento del complesso aziendale, del capitale di liquidazione, a seguito della dissoluzione dell'unitario sistema d'impresa.

Nella prima l'obiettivo primario perseguito dall'insieme dei valori assegnati alle attività e passività presentate nei rendiconti è la determinazione del reddito del periodo, disponibile per la distribuzione o il reinvestimento a seconda degli intendimenti del soggetto economico, da cui discende contestualmente il patrimonio gestionale.

Considerato il carattere consuntivo dei documenti contabili richiamati le valutazioni sono riferite ad una data di riferimento già trascorsa, ma risultano influenzate dai nessi indissolubili delle operazioni di gestione che intercorrono al momento della chiusura dei bilanci.

Viene applicata quindi anche una logica prospettica mirante ad anticipare gli esiti reddituali, positivi o negativi, che si reputano maturati nell'esercizio considerato indipendentemente dal momento di manifestazione monetaria, e a

rinvviare al futuro quelli non di competenza economica dei cicli produttivi svolti benché anticipati dalla relativa movimentazione finanziaria.

Sulla composizione del patrimonio di funzionamento interviene altresì il principio redazionale della prudenza di cui all'art. 2423 bis del codice civile, mirante ad includere nel correlato settore reddituale componenti negativi solo probabili e a escludere ricavi non certi ancorché prevedibili.

Il capitale economico poggia invece sul rendimento che può derivare dal complesso aziendale nell'orizzonte temporale di vita riferito a una data prescelta, definito con diverse metodologie di tipo sintetico, attualizzando i flussi economici o finanziari prodotti con un tasso rappresentativo del rischio d'impresa che aleggia su tali risultati, analitico, esprimendo attività e passività in misura corrente, intermedio tra le due e empirico-comparativo, sulla base di corrispettivi praticati per unità similari.

Le misure del patrimonio di funzionamento e economico (in particolare determinato con criteri reddituali), pur basate entrambe su risultati di periodo stimati in chiave prospettica e quindi sulla remunerazione dei fattori produttivi impiegati, si differenziano per diversi aspetti.

Innanzitutto la prima ha matrice storica in quanto correlata al reddito dell'esercizio in chiusura, sebbene influenzato dai risvolti futuri della gestione come poc'anzi precisato. Inoltre gli andamenti dei periodi successivi che rilevano sono limitati a quelli che abbracciano le operazioni in corso alla chiusura del bilancio.

Ad esempio, quale criterio di valutazione delle rimanenze finali di magazzino l'art. 2426 comma 1 n.9) del codice civile propone il minore tra il costo d'acquisto o di produzione e il prezzo di mercato, denotando preferenza del dato

storico delle spese sostenute rispetto al ricavo programmato dalla vendita successiva, salvo l'ipotesi di cessioni in perdita.

Anche il principio della prudenza introduce particolari accorgimenti nelle valutazioni di funzionamento finalizzati a circoscrivere un risultato economico derivante dai proventi certi depurati da tutti i costi che concorrono alla produzione, sebbene solo prevedibili, come dimostrato proprio dalla scelta del livello del fatturato delle vendite solo se inferiore nel caso della stima delle rimanenze finali o dalla rilevazione delle perdite presunte su crediti.

Nella determinazione del capitale economico la logica valutativa del complesso, o dei singoli componenti qualora venga ripartita per finalità contabili-fiscali la stima unitaria eseguita ovvero applicata una metodologia di calcolo analitica, è improntata al futuro svolgimento gestionale, con l'unico limite temporale dettato dall'orizzonte terminale adottato.

Così per i lavori pluriennali in corso su ordinazione viene di regola attribuita la percentuale di corrispettivo maturata alla data della valutazione.

Anche nella presente configurazione del capitale si raccomanda peraltro un atteggiamento professionale cauto in occasione delle scelte richieste da ciascun criterio seguito, per evitare all'atto pratico l'enunciazione di valori con scarsa attendibilità. Ciò spiega anche la mancata unanimità di vedute in dottrina sulle indicazioni preferibili di stima per alcune poste patrimoniali, circostanza da non enfatizzare in quanto il capitale economico rappresenta una grandezza unitaria riferibile all'intera azienda (o a un suo ramo), divisibile al proprio interno solo con astrazioni metodologicamente discutibili.

Si segnala che per alcuni autorevoli studiosi¹ l'entità del capitale economico inferiore al patrimonio di funzionamento dovrebbe indurre il redattore del

¹ cfr. P. Onida, "Economia d'azienda", UTET, 1977, pagg. 667-668.

bilancio a svalutazioni di attivo o rivalutazioni di passivo, per allineare le due misure ed evitare il calcolo e l'eventuale distribuzione di redditi non confortati dalle previste dinamiche future aziendali.

La terza configurazione di capitale in commento è quella di liquidazione, in cui i singoli elementi attivi e passivi vengono assunti in modo atomistico, privati come già accennato delle interrelazioni sistemiche conseguenti al comune impiego produttivo.

In questo contesto assumono rilevanza, dal lato dell'attivo, solo quei beni suscettibili di autonomo realizzo, e nel passivo i debiti certi.

Di conseguenza le attività trasferibili sono stimate al presunto valore di vendita mentre le passività vengono espresse nell'ammontare necessario per la relativa estinzione.

L'opinione corrente della riduzione di valore generalmente sopportata dal capitale aziendale nella fase di liquidazione, stragiudiziale o giudiziale, è suffragata da due distinte motivazioni.

Innanzitutto la procedura richiede di norma il sostenimento di costi specifici quali compensi agli organi preposti, particolarmente significativi soprattutto in caso di intervento del Tribunale, consulenze propedeutiche di natura giuridica o aziendalistica, perizie dell'impresa o di singoli elementi.

Inoltre la gestione liquidatoria è caratterizzata sovente da difficoltà conseguenti all'atteggiamento che potrebbero assumere determinati stakeholders in vista della cessazione assoluta dell'azienda, come nel caso di tattiche ribassiste in occasione della cessione di immobili², delle difficoltà d'incasso dei crediti verso

² Ad esempio, anche per tener conto di tali caratteristiche del mercato in un recente caso di risanamento gli *advisor* finanziari hanno stimato un prezzo pieno di vendita di un complesso immobiliare entro il 30/09/2017, all'80% dal 01/10/2017 al 30/06/2018, al 60% entro il 31/03/2019, al 40% sino al 31/12/2019, al 25% in seguito, con un *decalage* quindi del 20% ogni 9 mesi salvo l'ipotesi finale in cui peraltro si prevede uno scenario di dissesto.

la clientela disincentivata dall'interruzione delle relazioni commerciali, degli oneri straordinari per l'esodo del personale dipendente, dell'aumento di controversie legali dovuto dalla situazione di debolezza dell'impresa in scioglimento che si prefigge di contenere i tempi di chiusura della procedura.

In rapporto al capitale economico il valore netto di liquidazione dovrebbe attestarsi su misure inferiori nei casi di imprese profittevoli che riescono a remunerare oneri figurativi quali gli interessi di computo sui mezzi propri e il salario direzionale, quantomeno per l'inserimento nell'attivo dell'avviamento.

D'altro canto un risvolto interessante della relazione è che il patrimonio liquidatorio dovrebbe venir assunto in termini di limite minimo nella stima di un'azienda, quale corrispettivo in ogni caso conseguibile dal soggetto giuridico, salvo che l'ipotesi della cessazione assoluta risulti inverosimile o improbabile, per eccessiva onerosità sociale o altre motivazioni.

Rispetto invece al capitale di funzionamento, per gli elementi dell'attivo è difficile stabilire regole univoche, vista l'origine diversa delle due configurazioni (gestionale e di mercato).

Non si possono invero escludere plusvalori anche consistenti rispetto al saldo contabile in alcuni trasferimenti liquidatori, ad esempio in campo immobiliare.

3. L'attivo nelle aziende sistemiche

E' questo lo scenario in cui l'attivo aziendale presenta maggior valore.

Infatti lo stato di crisi non esclude che l'impresa possa risultare profittevole e assumere una valutazione di complesso, segnata dal capitale economico, superiore a quella corrente algebrica delle singole parti attive e passive, palesando la formazione di avviamento positivo o goodwill.

L'asserzione è traducibile in veste matematica con una formula del tipo: $4 + 2 - 3 = 5$.

Nella multiforme realtà aziendale può accadere in alcuni casi che il risanamento si concentri sul deterioramento degli equilibri patrimoniali per carenza ad esempio di mezzi propri o mancata correlazione nelle scadenze di fonti e impieghi, finanziari per eccessiva riduzione dell'attivo circolante o monetari dovuto all'assorbimento prolungato di cash-flow, mentre l'andamento economico assicurerebbe la remunerazione di tutti i fattori produttivi impiegati e figurativi.

Finanche un'impresa in perdita è compatibile con un goodwill, se il disequilibrio economico risulti reversibile grazie all'azione manageriale o per cause esterne come nelle ipotesi di possibile acquisizione di un brevetto risolutivo, di cambiamento della infelice localizzazione di un'unità commerciale, di soppressione delle barriere doganali per poter sviluppare le vendite in nuovi Paesi, ecc..

Di frequente il turnaround richiede necessariamente un intervento finanziario esterno di un possibile acquirente o nuovo socio, viste anche le probabili restrizioni del debito che caratterizza gli stati di crisi, per apportare le risorse occorrenti a supporto della strategia di rilancio.

In tali contesti dal prezzo orientato sul capitale economico determinato con gli scenari dell'azienda risanata si deve scomputare l'ammontare dei conferimenti da eseguire.

D'altro canto, sotto un profilo concettuale, volendo ignorare le strategie per il possibile ripristino degli equilibri aziendali il valore di complesso risulterebbe inferiore a quello di funzionamento, ma l'aspirante compratore dovrebbe poi potenziare la combinazione produttiva per condurla all'auspicata redditività.

Simili valutazioni hanno caratterizzato un caso di un'impresa operante su commessa con un significativo margine industriale, ma gravata da una massa passiva accumulata verso gli istituti bancari con linee di credito oramai revocate e conseguenti difficoltà al finanziamento delle opere già in portafoglio.

La soluzione professionale veniva identificata proprio nella ricerca di un partner finanziario e industriale in grado di sostenere la produzione già programmata, oltre a quella che si poteva acquisire, dedicandosi nel contempo alla ristrutturazione transattiva del debito.

In un'altra vicenda il promissario acquirente di una quota societaria del 20% di un'azienda avviata si accollava per pari percentuale il versamento necessario a ripianare il deficit patrimoniale almeno sino all'importo minimo di capitale sociale per le S.r.l.; tuttavia, il contestuale concorso al ripristino per l'80% della somma occorrente del socio di maggioranza non attribuiva al primo alcun ridimensionamento del prezzo concordato per l'acquisizione del pacchetto minoritario.

In linea generale si può peraltro asserire che i fattori di avviamento, spesso riconducibili a risorse intangibili o circostanze ambientali, quali l'immagine aziendale, le capacità manageriali, il possesso di brevetti peculiari, il regime di monopolio o oligopolio nello specifico mercato, la fase prolungata del ciclo di sviluppo dei prodotti o servizi venduti, tendono a dissolversi con il procrastinarsi dello stato di crisi.

Infatti le disfunzioni economiche, finanziarie, monetarie o patrimoniali che minano il sistema aziendale tendono tipicamente a propagarsi e rafforzarsi vicendevolmente, compromettendo magari il proficuo utilizzo di un brevetto di processo per sopraggiunte diseconomie di approvvigionamento delle materie prime, la vantaggiosa posizione di mercato o le potenzialità commerciali di un

prodotto per l'indebolimento delle strutture di vendita e, al termine, la stessa immagine aziendale.

Infine si può osservare che non sempre i caratteri aziendali che sostengono un elevato livello del capitale economico risultano trasmissibili.

Proprio nel campo degli elementi immateriali si potrebbero rinvenire radici del valore associabili al soggetto economico più che all'impresa nell'accezione standing alone, come ad esempio le conoscenze tecnico-organizzative dei soci di una società produttore di software, in grado di guidare l'organo amministrativo nell'impostazione operativa di successo della gestione. In casi del genere la stima unitaria dell'impresa nell'attuale condizione costituirebbe una misura in tutto o in parte astratta poiché fondata su profili competitivi non acquisibili da terzi, così che i soggetti chiamati ad occuparsi di una situazione di patologia aziendale dovrebbero convergere su tale evidenza.

4. L'attivo nelle aziende disgregate

Con maggior frequenza le crisi d'impresa comportano la dispersione di gran parte del capitale economico, per le ragioni già tratteggiate, tanto che spesso i beni a disposizione assumono rilevanza autonoma e non più quale coordinazione produttiva.

Non per questo bisogna tuttavia sottovalutare le potenzialità realizzative disponibili.

Infatti i soggetti decisori o gli advisor dovrebbero già inizialmente indagare l'effettiva qualità delle attività presenti, approfondendo il rapporto tra valori di funzionamento, da assoggettare ad opportuna revisione per depurarli da errori e scorrettezze contabili, e stime liquidatorie fondate sulle considerazioni svolte più avanti.

L'analisi degli impieghi prende le mosse dall'osservazione delle diverse classi assunte in base alla funzione economica rivestita dall'asset nella specifica impresa, articolate nei due necessari macro-gruppi delle immobilizzazioni e dell'attivo circolante, che prescindono dalle caratteristiche fisiche o tecniche. Così nelle unità del settore edile i fabbricati possono rappresentare immobilizzazioni ad utilizzo pluriennale nei cicli produttivi aziendali o rimanenze finali in quanto esito delle costruzioni realizzate per la vendita.

Nel tempo, inoltre, uno stesso bene può mutare destinazione e categoria, come nel caso di cambiamento di oggetto di attività svolta, ad esempio da produzione manifatturiera di mobili a servizi di intrattenimento e spettacoli, in cui un articolo ottenuto da cedere sul mercato qualificabile giacenza di magazzino diviene parte dell'arredo predisposto per la nuova iniziativa intrapresa con funzione quindi di bene strumentale.

Un'utile distinzione da accogliere per le tipologie di attivo rappresentate nello stato patrimoniale ha riguardo al punto del ciclo produttivo in cui si inserisce ciascun fattore ancora da utilizzare³.

In questo senso possono presentarsi beni appartenenti alla struttura fissa dell'impresa, quali le immobilizzazioni, impiegati direttamente o indirettamente (è il caso delle partecipazioni strategiche) nei vari stadi della produzione, come le rimanenze finali, o che consistono in ricavi già conseguiti benché non incassati, ovvero crediti di funzionamento.

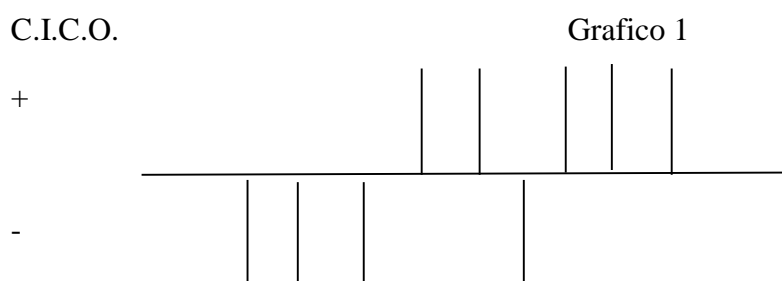
Queste considerazioni aiutano a comprendere i caratteri economici di ciascuna categoria di attivo, la necessità di possibili svalutazioni o rivalutazioni rispetto

³ cfr. le profonde riflessioni in proposito di A. Riparbelli, "Il contributo della ragioneria nell'analisi dei dissesti aziendali", F. Angeli, 2005, pag. 112.

ai valori contabili e le chances di collocazione presso aziende dello stesso settore o di altri comparti.

D'altra parte ciascun elemento attivo riveste un proprio ruolo nella dinamica finanziaria tipica della gestione operativa aziendale, caratterizzata nella maggior parte dei casi da continuous input continuous output, come sintetizza l'acronimo C.I.C.O.⁴.

Si veda a tal proposito il grafico seguente.



Ogni classe di attivo partecipa con le proprie caratteristiche alla gestione finanziaria rappresentata.

Le immobilizzazioni richiedono un'uscita monetaria che concorre nel tempo a diversi movimenti in entrata, le rimanenze finali consentono l'afflusso correlato dalla successiva e, di regola, ravvicinata vendita dei prodotti, i crediti costituiscono una linea in entrata di prossima formazione.

Dal punto di vista invece del contributo economico delle diverse tipologie di impieghi è interessante la lettura proposta dal sistema del Du Pont⁵, che scompone la redditività di qualsiasi investimento tradotta dal rapporto tra

⁴ Tra gli Autori che si sono occupati delle dinamiche in esame, completate dai moduli P.I.P.O. (*point input point output*), C.I.P.O. (*continuous input point output*) e P.I.C.O. (*point input continuous output*) si può consultare V. Maggioni, "Aspetti innovativi nella valutazione degli investimenti industriali", CEDAM, 1992, pagg. 7-8.

⁵ Si veda al proposito J. F. Weston - E. F. Brigham, "Finanza aziendale", Il Mulino, 1974, pagg. 53-54.

reddito conseguito e attività, nel prodotto tra i ricavi di vendita rapportati alle attività, e reddito conseguito parametrato ai ricavi di vendita.

In formula: $R/I = V/I \times R/V$

dove:

R = reddito

I = investimento

V = vendite

Il primo fattore moltiplicativo rappresenta evidentemente un indice di rotazione dell'impiego considerato, misurando quante volte concorre alla produzione dei proventi correlati nell'esercizio, mentre il secondo contraddistingue la convenienza economica associabile alle vendite.

All'aumentare di entrambi, intensità rotativa e redditività dei ricavi, si incrementa l'economicità dell'investimento monitorato.

In questo caso non si possono stabilire tendenze per ciascuna delle classi di attivo presenti generalmente nella struttura attiva aziendale, bensì caratteri peculiari per ciascun impiego dipendenti dal contesto di utilizzo.

Ad esempio un'attrezzatura edilizia può presentare un lento rigiro se inserita in piccole aziende di lavori di ristrutturazione o in imprese con ridotti volumi di attività a seguito della crisi, ovvero elevato rapporto di rotazione se utilizzata in opere dal rilevante valore aggiunto.

Passiamo ora in rassegna le caratteristiche qualitative delle principali tipologie di attivo.

Le immobilizzazioni materiali possono partecipare alla combinazione produttiva anche mediante contratto di leasing, a differenza delle altre categorie da esaminare.

In tal caso lo stato patrimoniale dell'impresa si presenterebbe più snello, visto il trattamento contabile tradizionale dell'operazione adottato in Italia rilevando gli effetti a conto economico con l'ausilio della nota integrativa.

Peraltro per l'utilizzatore si tratta comunque di una forma di acquisizione del bene strumentale, quantomeno con contratti di leasing finanziario che prevedono l'opzione finale di riscatto.

In questa prospettiva va letta la tutela prevista dagli artt. 72-quater comma 2 e 169-bis ultimo comma della Legge Fallimentare nelle ipotesi di scioglimento del negozio rispettivamente nelle procedure di fallimento e concordato preventivo, che attribuiscono il diritto all'impresa operativa di ricevere l'eventuale differenza tra valore normale del bene nel nuovo utilizzo e debito residuo in linea capitale. La circostanza si rivela invero plausibile soprattutto per i cespiti di maggior rilevanza, per i quali il processo di deprezzamento dovrebbe risultare più lento rispetto al piano di rimborso delle somme dovute.

L'apprezzamento dei profili economico-qualitativi delle immobilizzazioni materiali di un'azienda dovrebbe basarsi su una preliminare riflessione d'insieme dell'apparato produttivo presente.

Indubbiamente, come già emerso nel paragrafo 2, dopo la dissoluzione dei legami di complementarietà produttiva che contraddistinguono le imprese anche il parco cespiti assume valore con riguardo alle potenzialità dei singoli elementi, da trasferire ad altre unità, senza alcun possibile surplus per il coordinato e conveniente impiego nell'attività caratteristica.

Tuttavia possono presentarsi casi di proficuo raggruppamento di alcuni beni strumentali tra loro interconnessi, da offrire sul mercato a prezzi congiunti che consentano di remunerare la predisposizione organizzativa e tecnica del lotto, a fronte di economie di tempo e progettuali conseguite dall'acquirente.

Al livello di ciascun cespite occorre verificare anche l'eventuale profilarsi di opzioni d'investimento⁶.

Si tratta delle opportunità di differimento, per la possibilità di conservare intatta la capacità produttiva del bene protraendo l'inizio dell'impiego, di ampliamento, per le prospettive di incremento delle potenzialità o di affiancamento a ulteriori asset per conseguire intensi sviluppi del fatturato, di abbandono, se risulta tecnicamente possibile e economicamente vantaggiosa una dismissione anticipata rispetto alla vita utile prevista, di flessibilità, se l'elemento possiede duttilità d'impiego e di combinazione con gli altri fattori utilizzati.

La verifica di tali peculiarità conduce quindi ad una maggiore valorizzazione dell'immobilizzazione.

D'altro canto caratteri opposti manifesterebbero minusvalori latenti, come ad esempio per un bene strumentale con accentuata specializzazione che restringe il campo applicativo e, a parità di altre condizioni, la stima di mercato.

Soprattutto in presenza di cespiti rilevanti, come ad esempio gli immobili, per consuetudine la stima del valore di trasferimento viene affidata ad una perizia tecnica esterna⁷.

Per le immobilizzazioni immateriali, che insieme a quelle materiali costituiscono il novero degli immobilizzi tecnici, una distinzione significativa è tra intangibili di conoscenza e di immagine.

⁶ Sul tema di rinvia a V. Maggioni, *op. cit.*, pagg. 165 e seguenti.

⁷ Alcuni Autori suggeriscono di sottoporre ad uno *stress test* lo stesso valore periziato da un esperto, attraverso la comparazione con recenti compravendite di immobili per caratteristiche omogenee o la ricezione di offerte irrevocabili d'acquisto. Cfr., in materia di attestazione di piano di concordato preventivo, G. Covino – L. Jeantet, "La relazione del professionista attestatore tra fattibilità del piano ed "assicurazione" del pagamento proposto nel ricorso", dirittobancario.it, 2016, pag. 14 con riferimenti in nota.

Nella prima area comprendiamo gli asset di natura tecnologica, quali brevetti, know-how, studi e ricerche, in genere tutte le informazioni che consentono l'attivazione delle altre risorse e lo svolgimento del processo produttivo.

A seconda della possibilità di formalizzazione e trasferimento della conoscenza si può circoscrivere quella codificabile, fonte di apprendimento interno e nel caso di terzi, e quella tacita, rappresentata dai valori etici e relazionali posseduti da alcune figure dell'organizzazione aziendale.

L'immagine si pone invece su un diverso piano qualitativo, esprimendo la fiducia e l'attrazione che l'impresa esercita nei confronti degli stakeholders.

Grazie a questo raggruppamento di immobilizzazioni immateriali l'azienda si differenzia con le sue prerogative sui mercati in cui opera e ne ottiene l'accreditamento, ovvero l'instaurarsi di un rapporto fiduciario con i terzi.

Si possono ricordare l'immagine di prodotto (product image), di marchio (brand image) e aziendale (corporate image), rispettivamente riferite ai singoli prodotti o servizi venduti, all'affidabilità dell'organizzazione produttiva, al blasone e cultura imprenditoriale. Si tratta di classificazioni elastiche e con gruppi spesso collegati: si pensi ad una concessione esclusiva di vendita di prodotti pregiati, che rafforza tutti e tre gli ambiti in esame del concessionario e del concedente.

Nel caso degli intangibili della conoscenza il rapporto con le performance economico-finanziarie è piuttosto diretto, mentre per i profili dell'immagine le influenze risultano meno immediate coinvolgendo dapprima i comportamenti interni e la sfera decisionale degli interlocutori esterni⁸.

Le risorse immateriali rappresentano sotto diversi aspetti degli elementi singolari nel panorama delle attività aziendali.

⁸ cfr. per ulteriori considerazioni S. Garzella, "I confini dell'azienda, un approccio strategico", Giuffrè editore, 2000, pagg. 107 e seguenti.

Infatti, mentre gli altri fattori produttivi tendono generalmente a consumarsi con l'utilizzo, questa classe manifesta l'andamento opposto di rivalutarsi mediante la partecipazione ai circuiti aziendali e il conseguente affinamento dei propri caratteri di successo.

Si può altresì osservare l'elevata infungibilità di molti intangibili, che possono arrecare utilità solo alla combinazione produttiva in cui sono inseriti, soprattutto tra quelli della conoscenza tacita e della corporate image.

Per converso un elemento immateriale necessario per un'azienda potrebbe non risultare disponibile sul mercato ma accessibile solo con l'autoproduzione implicita nello svolgimento della gestione, rappresentando una risorsa di tipo diverso rispetto al fattore produttivo, acquisibile dall'esterno.

Da quanto sinora osservato dovrebbe risultare evidente anche la difficile governabilità manageriale di molti intangibili, soprattutto proprio di quei punti di forza che si consolidano nel corso della vita aziendale e che rappresentano sovente notevole parte del valore di avviamento.

Tuttavia la direzione strategica dovrebbe approntare un'efficace e autorevole comunicazione dei propri immateriali meno visibili ma più determinanti per le performance numeriche, così da aumentarne l'incisività.

Dal punto di vista del valore autonomo di trasferimento occorre innanzitutto escludere in molti casi la recuperabilità sia dei profili qualitativi sedimentati in azienda sia dei costi pluriennali sostenuti in vista di ritorni nel medio-lungo periodo (come per campagne pubblicitarie strutturali, ricerca e sviluppo, formazione straordinaria del personale, ecc.), inattuabile con la disgregazione aziendale.

Ipotesi di cedibilità a terzi di intangibili della prima classe possono essere rappresentati da un subentro nella locazione immobiliare felicemente ubicata,

nel contratto di concessione di vendita di prodotti ad elevato margine di contribuzione, nel trasferimento di pacchetti della clientela.

Tipicamente risultano realizzabili quelle immobilizzazioni immateriali rappresentate da beni, come marchi, brevetti, segreti di fabbricazione con protezione assicurata, ad esempio, da un deposito vincolato presso un professionista (escrow agreement).

In ogni caso la categoria degli intangibili è quella tendenzialmente di più difficile liquidabilità, a volte per i caratteri ricordati della unicità al servizio dell'azienda che li utilizza, per la difficoltà ed elevata soggettività della stima, per l'indisponibilità dei possibili acquirenti a riconoscere le risorse finanziarie, di tempo e manageriali assorbite nella valorizzazione dell'asset.

Per le immobilizzazioni finanziarie la tipologia di maggior interesse, e complessità, è costituita dalle partecipazioni.

Al proposito è opportuno innanzitutto approfondire la funzione economica rivestita per l'impresa partecipante, distinguendo pacchetti collegati alla gestione operativa e quote o azioni detenute per finalità finanziarie.

Le prime assecondano lo scopo di intervento nella gestione di una società che svolge la stessa attività o di natura complementare, come per le partecipazioni di controllo e collegamento, o di interesse legami produttivi e sinergie a seguito di accordi di partnership, joint-venture, consorzi, scambio di tecnologia, ecc..

Spesso anche le stesse partecipate di questo tipo sono coinvolte nello stato di crisi che caratterizza la controllante o consociata, di cui rappresentano in fondo un'appendice aziendale, con evidenti ripercussioni sul relativo valore realizzativo mediante cessione o liquidazione.

L'altra categoria si riferisce a pacchetti detenuti per remunerazione da dividendi o da plusvalenze a seguito di alienazione.

La scelta dell'investimento in questi titoli, generalmente per quote di minoranza, è stata al tempo guidata da intenti speculativi, cercando di individuare società con significative prospettive di redditività e di crescita.

Pertanto tali assunti dovranno essere attentamente aggiornati per informarsi sui presumibili flussi in entrata derivanti dalla dismissione dell'attività, a disposizione della strategia di risanamento o liquidazione che si intende adottare.

Esaurita la trattazione degli aspetti qualitativi delle immobilizzazioni in un contesto di azienda disgregata si passa all'esame dell'altro macro-gruppo di attivo, rappresentato dal circolante.

In generale questo settore di impieghi, costituito da scorte, crediti di funzionamento a breve o medio termine e disponibilità liquide, denota un andamento analogo ai ricavi di vendita.

Infatti all'aumentare del fatturato dovrebbe crescere in proporzione ad esempio l'entità del magazzino materie prime e prodotti finiti, o merci, e viceversa in caso opposto. Peraltro nelle fasi di sviluppo si devono altresì considerare i possibili effetti di contenimento indotti da economie nell'utilizzo dei materiali, anche a seguito di accordi con partner esterni, e del deterioramento qualitativo del credito mercantile.

E proprio questa correlazione con i ricavi tipici dell'impresa attribuisce estrema rilevanza tattica all'attivo circolante, diretto dall'imprenditore con politiche e scelte che impegnano un ridotto arco temporale.

Da questo punto di vista il gruppo in oggetto è interpretabile quale forma di investimento, di tipo operativo, che richiede idonea copertura patrimoniale.

Quindi un incremento del fatturato favorisce due movimenti finanziari contrapposti: di fabbisogno per le ulteriori consistenze di attivo circolante e di

liquidità per l'autofinanziamento, pari alla sommatoria di reddito netto, ammortamenti e accantonamenti.

Non è da escludere quindi che l'effetto complessivo di un'espansione produttiva provochi tensione monetaria, senza considerare poi eventuali acquisizioni di immobilizzazioni tecniche richieste dallo sviluppo.

Opposte considerazioni valgono nel caso di recessione delle vendite.

D'altro canto, poiché gli elementi ricordati ritornano fisiologicamente in moneta in poco tempo, l'elevata disponibilità di questi valori assume un significato positivo per l'equilibrio finanziario prospettico. Si noti tuttavia che esiste un livello minimo costante di crediti commerciali, rimanenze finali di magazzino e liquidità richiesto dalle esigenze gestionali, che assume così natura di investimento fisso in una prospettiva dinamica.

Una delle principali componenti dell'attivo circolante sono i crediti commerciali, che sorgono con le vendite avvicinandosi al termine del ciclo monetario ma affrontando il rischio finanziario dell'inesigibilità.

Per formarsi un'opinione sui flussi monetari che questa posta potrebbe assicurare all'impresa che versi in situazione patologica si deve approfondire la genesi, la composizione ed i profili della clientela.

A tal fine si verificano aspetti quali la tipologia dei debitori, innanzitutto se imprese o privati, la numerosità, la localizzazione geografica, la soddisfazione al termine del rapporto con riguardo alla prestazione eseguita e alla relazione emotiva intercorsa, i caratteri economici dei principali clienti.

Una particolare alea grava su quegli asset di questo tipo costituiti da poche posizioni, che richiederebbero di conseguenza un'attenta ponderazione dei singoli fatturati e margini di contribuzione, anche per le decisioni concernenti la prosecuzione delle forniture.

Lo stesso Paese dove ha sede il cliente introduce fattori di rischio supplementari, quali lontananza, evoluzione del cambio, provvedimenti di restrizione commerciale, assoggettamento a normative e giurisdizioni sfavorevoli, prassi mercantili inconsuete, ecc..

Di particolare interesse risulta l'analisi del rischio condotta con la tecnica delle "cinque C", ovvero carattere (moralità e intenzione del debitore all'adempimento), capacità (risorse prodotte dall'impresa o dalla famiglia del cliente privato), capitale (dotazione di beni materiali), collaterali (garanzie concedibili) e condizioni (influenze dell'andamento macro-economico e settoriale)⁹.

Si tenga anche presente il trade off tra importo da incassare e dilazione concessa, per cui al ridotto respiro accordato per la regolazione del credito corrisponde spesso un costo implicito (a volte non trascurabile) a titolo di sconto, ma probabilità più elevata di pagamento. Nella scelta le imprese avrebbero peraltro a disposizione, sulla falsariga della prima alternativa, la cessione pro-soluto, anche nell'ambito di accordi con società di factoring.

Infine, si suggerisce di regola la procedura della circolarizzazione dei crediti, stabilendo una soglia minima di significatività, con la duplice funzione di attestare l'attendibilità del saldo di funzionamento e confortare le previsioni di effettivo incasso.

Al termine delle riflessioni maturate e delle verifiche eseguite si può scomporre l'attività in esame in classi di affidabilità, utili anche in caso di prosecuzione temporanea dell'attività d'impresa e la concertazione delle condizioni del rapporto, assumendo le decisioni più consone per ottimizzare il cash-flow¹⁰.

⁹ cfr. J. F. Weston - E. F. Brigham, op. cit, pagg. 389-390.

¹⁰ Alcuni Studiosi hanno illustrato, anche sulla base di esperienze concrete, l'attività manageriale nella gestione del credito, le principali anomalie riscontrabili e le soluzioni praticabili. Si veda M. Masciocchi, "Il *turnaround management*. Come recuperare e rilanciare le aziende. Tecniche, comportamenti, casi", Il

Sovente emergono porzioni dei crediti mercantili di ardua recuperabilità in quanto i relativi debitori risultano anch'essi coinvolti in crisi di tipo settoriale.

Le scorte di magazzino delle materie prime, semilavorati, prodotti finiti, opere in corso su ordinazione e merci rappresentano un asset precipuo delle imprese industriali o commerciali, mentre nel caso delle prestazioni di servizi la mancanza di materialità qualificerebbe come crediti i lavori in corso di svolgimento al termine del periodo amministrativo.

Una prima indispensabile stratificazione concerne le giacenze funzionali, che assicurano la continuità del processo produttivo di trasformazione industriale o mercantile sulla base delle esigenze del ciclo tecnico e del tempo degli spostamenti logistici in entrata e in uscita, e possono essere integrate da lotti ulteriori dettati da ottimizzazione del prezzo di acquisto o di trasferimento, per assecondare picchi di stagionalità, timore di interruzione negli approvvigionamenti, sospensione dell'attività.

Una seconda consistenza sarebbe quella delle scorte di sicurezza, che tutelano l'impresa nel caso le richieste del mercato si dovessero avvicinare più al trend massimo previsto che a quello medio.

Infine si possono presentare rimanenze finali speculative, detenute per lucrare su particolari attese al rialzo dei prezzi di acquisto.

Si noti che quest'ultima tipologia non rappresenta un investimento operativo bensì un surplus asset, trasferibile senza compromettere esigenze quand'anche momentanee di prosecuzione dell'attività produttiva.

L'ottimale gestione del magazzino dovrebbe temperare anche la minimizzazione dei costi di ricovero delle merci (personale addetto, assicurazioni, possibile obsolescenza, oneri finanziari sull'impiego richiesto di

risorse finanziarie) e del rischio procurato dall'insufficienza dei rifornimenti, individuando allo scopo un lotto ideale di giacenza.

Anche gli anticipi a fornitori appartengono in prospettiva a questa classe di attivo, e non ai crediti, in quanto fisiologicamente destinati a introdurre materiali già pagati nelle scorte.

Il controvalore monetario attribuibile alle rimanenze finali dipende da circostanze quali andamento dello specifico mercato, deperibilità fisica delle consistenze, obsolescenza tecnologica, abilità del cedente, struttura di vendita, tempo disponibile, ecc..

In un caso recente, ad esempio, un magazzino di un'impresa farmaceutica è stato svalutato del 66% dagli advisor finanziari rispetto al valore di funzionamento, in quanto molte confezioni risultavano con data di scadenza già trascorsa o compresa in un lasso di tempo così ristretto da non rendere appetibile l'acquisto.

Sulle disponibilità liquide un'attenzione specifica andrebbe riposta in caso una parte della posta risulti indispensabile per il completamento dell'attività di produzione dell'impresa in crisi, e per garantire il necessario livello di sicurezza monetaria.

5. Considerazioni conclusive

Quando l'impresa in crisi rappresenta ancora un complesso redditizio nella prospettiva successiva al risanamento, nella maggior parte dei casi rivolto agli equilibri patrimoniale, finanziario o monetario, si profila un valore di realizzo superiore rispetto al trasferimento delle singole attività realizzabili o l'alternativa del proseguimento dell'attività in capo al medesimo soggetto

economico ove l'autofinanziamento generato risulti sufficiente per fronteggiare, gradualmente, la massa passiva.

Non si può nemmeno escludere la cessione solo di un ramo d'azienda che conservi la propria vitalità, o il ricorso ad istituti transitori quale l'affitto dell'unità produttiva.

In ogni caso l'analisi dell'attivo trae giovamento dalle relazioni che si instaurano tra valori di funzionamento, economici e di liquidazione, affiancati dai caratteri qualitativi di ciascun asset.

Dott. Fabio Ceroni - Studio Palmeri Commercialisti Associati

Dott. Alessandro Tentoni – Studio Palmeri Commercialisti Associati

Si informa che il presente documento ha finalità divulgative e di orientamento generale e, sebbene le informazioni in esso contenute siano da ritenere corrette, non è sostitutivo e non costituisce attività di consulenza. Studio Palmeri Commercialisti non è responsabile per azioni intraprese sulla base del contenuto del presente elaborato. Pertanto l'impiego di queste informazioni è sotto la responsabilità, il controllo e la discrezione dell'utente.



www.studio-palmeri.it

BOLOGNA

Via delle Belle Arti, 8 (Palazzo Bentivoglio) 40126 Bologna ITALIA
Tel +39 051 220555 Fax +39 051 225479
bologna@studio-palmeri.it

IMOLA

Via Cavour, 47 40026 Imola (BO) ITALIA
Tel +39 0542 33448 Fax +39 0542 33384
imola@studio-palmeri.it

ROMA

Via Rubicone, 8 (scala A interno 6) 00198 Roma ITALIA
Tel +39 06 68307179 Fax +39 06 68891984
roma@studio-palmeri.it