

LE DIVERSE CONFIGURAZIONI DI SQUILIBRIO E LE PROSPETTIVE DI RISANAMENTO: SPUNTI OPERATIVI PER L'ESPERTO

FRANCESCO ALIPRANDI* E ALESSANDRO TURCHI*

SOMMARIO: 1. Premessa 2. Il ruolo dell'esperto nel superamento dello squilibrio e le tecniche di analisi di bilancio 3. Lo squilibrio economico 4. Lo squilibrio finanziario 5. Lo squilibrio patrimoniale. 6. Le diverse casistiche di squilibrio e le prospettive di risanamento 7. Conclusioni

1. Come ben noto, in data 24 agosto 2021, è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 202 il Decreto-legge n. 118 recante “Misure urgenti in materia di crisi d’impresa e di risanamento aziendale, nonché ulteriori misure urgenti in materia di giustizia”.

Ad esso ha fatto seguito il Decreto del Ministero della Giustizia del 28 settembre 2021 con il quale sono state fornite le indicazioni operative per la procedura negoziata della crisi.

L’emanazione di tale decreto si è resa necessaria per intervenire sull’attuale situazione di generalizzata crisi economica venutasi a creare dall’emergenza provocata dalla pandemia, peraltro in linea con i precedenti interventi del Legislatore. Infatti, come si legge dalla relazione illustrativa, *«gli effetti della crisi economica si protrarranno per un lasso di tempo certamente non breve e, dall’altro, gli interventi pubblici di sostegno sono destinati ad esaurirsi e dunque non potranno, nel lungo periodo, contenere e risolvere i profondi mutamenti del tessuto socio-economico provocati dalle restrizioni collegate alla pandemia»*.

Il nuovo strumento della composizione negoziata della crisi è finalizzato ad agevolare il risanamento delle imprese che, pur versando in una situazione di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario tali da

* Dottore commercialista in Brescia.

* Dottore commercialista in Milano.

rendere probabile la crisi o l'insolvenza, hanno le potenzialità necessarie per continuare ad operare sul mercato, anche mediante il trasferimento dell'azienda o di un ramo di essa (c.d. risanamento in via indiretta).

Lo squilibrio economico, finanziario e/o¹ patrimoniale rappresenta, infatti, la condizione oggetto di valutazione ai fini della verifica, da parte dell'esperto, delle concrete prospettive di risanamento mediante il nuovo strumento della composizione negoziata della crisi.

Il presente elaborato, dopo aver fornito breve *excursus* sulle differenti configurazioni di squilibrio e i relativi segnali che possono essere rilevati in contesti di criticità e che potrebbero emergere nella scrivania dell'esperto, cerca di esaminare alcune casistiche, di certo non esaustive, che potrebbe trovarsi ad affrontare l'esperto ai fini della valutazione delle concrete prospettive di risanamento.

2. L'art. 2 del Decreto-legge n. 118/2021 disciplina la composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa, prevedendo al primo comma che l'imprenditore, sia agricolo che commerciale, che verte in una situazione di «*squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza*» può chiedere la nomina dell'esperto indipendente «*quando risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa*».

Il comma successivo disciplina il ruolo dell'esperto indipendente², prevedendo che lo stesso agevoli le trattative tra l'imprenditore, i creditori ed eventuali altri soggetti interessati. In particolare, precisa il legislatore, l'attività dell'esperto è volta ad individuare una soluzione per il superamento delle condizioni di cui al comma precedente, ossia dello

¹ Il legislatore utilizza la locuzione «o» facendo presumere che possa accedere alla composizione negoziata l'imprenditore che si trovi alternativamente in una situazione di disequilibrio economico-finanziario ovvero patrimoniale. Sul tema è intervenuta autorevole dottrina. In particolare, si segnala A. QUAGLI, *Riflessioni aziendali sulla ammissione alla composizione negoziata (d.lgs. 118/2021)*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 1/2022, p. 201. L'autore precisa che lo «*squilibrio patrimoniale che non implichi uno squilibrio economico-finanziario è un costrutto che regge poco sul piano aziendale. Per cui dal punto di vista logico non ci sembra corretto individuare lo squilibrio patrimoniale, ossia a prescindere dai riflessi sui flussi di cassa, come una condizione sufficiente per attivare la composizione negoziata come invece l'uso della proposizione "o" sembra permettere. La condizione sufficiente è invece uno stato accertabile di "squilibrio economico-finanziario"*».

² Per una completa disamina sul ruolo dell'esperto indipendente all'interno della composizione negoziata della crisi, si veda P. RIVA, *Ruolo e funzioni dell'esperto "facilitatore"*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 1/2022, p. 210; A. GUIOTTO, *Il ruolo dell'esperto nelle trattative con i soggetti rilevanti*, in *Diritto della crisi*, 2 dicembre 2021.

squilibrio patrimoniale o economico-finanziario, anche mediante il trasferimento dell'azienda o di rami di essa.

Come osservato da autorevole dottrina³, l'avversativo utilizzato dal legislatore nella locuzione «*squilibrio patrimoniale o economico-finanziario*» evidenzia come le tre condizioni sono tutte rilevanti congiuntamente e non alternativamente in quanto strettamente connesse tra di loro.

Emerge, pertanto, con tutta evidenza la stretta correlazione tra le condizioni di squilibrio in cui versa l'impresa e le prospettive di risanamento, che devono essere verificate dall'esperto indipendente. Infatti, il decreto dirigenziale dedica ampia attenzione alle condizioni di squilibrio in cui versa l'impresa, sia nella Sezione II che nel Protocollo di conduzione della composizione negoziata (Sezione III).

L'analisi di bilancio, oggi largamente impiegata nelle diagnosi aziendali, è considerata in dottrina uno strumento indispensabile nelle situazioni di crisi aziendale⁴. Sebbene quest'ultima abbia una scarsa attitudine a segnalare tempestivamente situazioni di crisi, tracciando un profilo essenzialmente basato su dati quantitativi e consuntivi che sono raramente sintomi primari ed invece più spesso sintomi intermedi e finali della crisi, come evidenziato da autorevole dottrina⁵, è idonea a sviluppare indagini negli aspetti economico, finanziario e patrimoniale.

Ciò in linea con quanto previsto nella recente legislazione sulla composizione negoziata della crisi che, come anticipato, fa perno sulla necessità di individuare una soluzione al superamento dello squilibrio patrimoniale o economico-finanziario in cui versa l'impresa, al fine di verificare le concrete prospettive di risanamento.

3. Per equilibrio economico (o reddituale) si intende la capacità dell'impresa di produrre redditi positivi e soddisfacenti – rispetto al capitale investito – in un arco temporale di medio-lungo periodo.

L'analisi delle cause che hanno contribuito alla formazione del risultato economico è particolarmente rilevante nei casi in cui vi sia il timore che una crisi provocata da perdite economiche progressivamente più consistenti, possa sfociare in una crisi finanziaria e successivamente nel dissesto dell'azienda. Infatti, la previsione di una crisi aziendale

³ P. BASTIA, *Prime considerazioni aziendalistiche sulla composizione negoziata della crisi*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 1/2022, p. 172.

⁴ Sul punto, N. CASTELLANO, *L'uso dell'analisi di bilancio*, in A. Danovi, A. Quagli (a cura di), *Gestire la crisi d'impresa*, Milano, 2015, p. 44

⁵ P. BASTIA (a cura di), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Torino, 1996, p. 143.

determinata da perdite legate a cause di natura economica rende indispensabile analizzare i *drivers* del risultato economico di esercizio.

L'analisi delle determinanti della redditività aziendale richiede preliminarmente di classificare i costi e ricavi in categorie rappresentative dei principali ambiti di attività: area operativa, area accessoria (o extra-operativa o degli investimenti), area finanziaria, area straordinaria ed area tributaria. Gli schemi di conto economico riclassificato sono riconducibili a tre configurazioni: (i) a valore aggiunto, (ii) a costi e ricavi del venduto, (iii) marginalistico.

Il criterio di riclassificazione a valore aggiunto permette di calcolare due risultati intermedi rilevanti che possono segnalare situazioni di squilibrio: il valore aggiunto e il margine lordo operativo (o EBITDA, sebbene con qualche differenza, in questa sede trascurabile).

Il valore aggiunto rappresenta il valore incrementale rispetto al valore dei fattori produttivi "esterni" impiegati e quindi può essere interpretato come la parte del risultato di esercizio che, una volta soddisfatti i costi relativi ai fattori produttivi esterni, può essere utilizzato per coprire i costi interni (personale e immobilizzazioni) e i successivi costi relativi alle altre aree di gestione. Una diminuzione percentuale del valore aggiunto rispetto al valore della produzione indica una maggiore propensione al decentramento e all'insorgere di costi che, derivando da transazioni con l'esterno, possono essere all'occorrenza più prontamente eliminate. Una maggiore flessibilità nella struttura dei costi espone, quindi, l'impresa ad un minor rischio di crisi a fronte di cali dei volumi di attività. Diversamente, l'evidenza di un elevato valore aggiunto in termini percentuali è sintomo di forte integrazione interna dell'attività, con maggiore rigidità nella struttura dei costi. Ciò espone l'impresa ad un rischio di non piena utilizzazione dei fattori produttivi in caso di diminuzione del volume di attività (c.d. crisi di capacità produttiva). Come noto, una componente del valore aggiunto è rappresentata dal valore della produzione, la quale comprende, oltre ai ricavi, anche le variazioni delle rimanenze di prodotti finiti e in corso di lavorazione. Un eventuale aumento di tale valore, in assenza di un portafoglio ordini rassicurante e in linea con le aspettative del *management*, può essere un segnale del fenomeno c.d. di "collo di bottiglia", ossia di eccesso di produzione per crisi di mercato o per perdita di quota di mercato, che possono rappresentare una causa di insolvenza.

Il MOL misura il differenziale tra entrate ed uscite potenziali del periodo e, di conseguenza, il *cash flow* che la gestione operativa può (potenzialmente) generare, in assenza di differimenti temporali tra acquisti-pagamenti, produzione-vendita, vendita-incassi (ciclo monetario). Rappresentando, di fatto, l'autofinanziamento operativo della gestione, la

negatività di tale valore segnala non solo uno squilibrio economico, ma anche una strutturale incapacità a generare liquidità, derivante da costi monetari più elevati rispetto al volume delle potenziali entrate. Analizzato a livello temporale, una diminuzione del MOL indica una perdita di produttività del lavoro, dovuta al mancato riadeguamento del costo del lavoro alle dinamiche del valore aggiunto. Ciò può essere sintomatico di una eccessiva rigidità del fattore lavoro, in presenza di cali di produttività dell'azienda, che potrebbe rappresentare una causa di dissesto aziendale se non opportunamente monitorata.

Il criterio di riclassificazione a costo del venduto, con classificazione dei costi per funzioni (industriale, commerciale, amministrativa, R&S) permette di enfatizzare meglio l'efficacia gestione poiché mostra il risultato economico prodotto in funzione dei volumi effettivi di vendita. Tale criterio permette di individuare i fattori produttivi il cui costo ha determinato un guadagno o una perdita di efficienza, nonché consente di identificare il centro organizzativo responsabile della sua gestione. In altre parole, consente di cogliere le disfunzioni economiche in modo più localizzato, nei diversi sottoinsiemi funzionali dell'impresa:

- inefficienze nella funzione industriale;
- inefficienze nella funzione approvvigionamenti (parte di quella industriale);
- inefficienze nella funzione commerciale;
- inefficienze nella funzione amministrativa;
- inefficienze nella funzione di ricerca e sviluppo.

Infine, il conto economico marginalistico consente di comprendere se alla base di una determinata performance risiedano condizioni di efficienza o costi di struttura e di politica aziendale non coerenti con gli orientamenti strategici dell'azienda. Tale criterio risulta efficace non tanto come strumento di diagnosi consuntiva, quanto piuttosto per stimare l'andamento dei costi (e del risultato della gestione caratteristica) in rapporto ad ipotesi di sviluppo dei volumi di produzione o vendita. Infatti, viene spesso utilizzato come base per la costruzione dei piani industriali e di risanamento, nonché per la conduzione di analisi interne, quali la *break even analysis*. Particolarmente utile nei contesti di difficoltà è anche l'analisi del margine di sicurezza, che permette di definire il calo di fatturato massimo sopportabile dall'impresa per non entrare nell'area di perdita economica. Tale criterio di riclassificazione permette altresì di individuare un margine intermedio di fondamentale importanza, anche ai fini della valutazione della situazione di equilibrio economico attuale e prospettica. Si tratta del margine di contribuzione, ottenuto sottraendo dai ricavi della gestione caratteristica i costi variabili, opportunamente suddivisi tra quelli aventi natura industriale e quelli aventi natura

commerciale. Tale margine è alla base, oltre che del calcolo del *break even* e del margine di sicurezza, anche di analisi differenziali, quali la valutazione di convenienza di un prodotto/servizio, dell'accettazione di una nuova commessa e delle decisioni di internalizzazione o esternalizzazione (c.d. di *make or buy*)⁶. Strettamente connesso con tale margine, in ultimo, ma non per ordine di importanza, è il concetto di leva operativa, il quale indica la misura in cui i risultati economici variano al variare dei volumi di produzione o vendita. In altre parole, esso è espressione del rischio (ovvero del potenziale vantaggio) cui un'azienda si espone a fronte di possibili, come accade nel caso di imprese in crisi, riduzioni dei propri livelli di attività. In sintesi, al crescere del grado di rigidità della struttura dei costi (maggiore incidenza dei costi fissi), aumenta l'impatto di una variazione dei volumi di attività, facendo emergere così un maggior grado di leva operativa, che in situazioni di crisi può rendere più complesso il percorso risanatorio. Infatti, riprendendo i concetti poc'anzi esposti, al crescere del grado di rigidità della struttura dei costi, aumenta il punto di pareggio (*break even point*) e si riduce il margine di sicurezza.

Tutte le tipologie di riclassificazioni sopra esposte pervengono alla determinazione del risultato operativo della gestione caratteristica (EBIT). Quest'ultimo segnala il grado di efficienza economica del *core business* dell'azienda, escludendo, quindi, i componenti finanziari, della gestione accessoria e anomala (i.e. straordinaria).

Un *trend* in calo, sia in valore assoluto che percentuale, del reddito operativo indica perdite di competitività e spesso costituisce indizio del decadimento del prodotto, di declino del *business*, di saturazione dei mercati serviti e di possibili inefficienze nelle aree funzionali dell'impresa. Le perdite operative, poiché scaturiscono dal "motore" dell'impresa, sono sintomo di un vero e proprio dissesto aziendale.

Qualora, invece, il risultato operativo della gestione caratteristica assuma valore positivo, mentre a livello complessivo l'azienda genera una perdita netta, vi sono delle inefficienze estranee alla gestione caratteristica. Ciò è tipicamente riconducibile alla gestione finanziaria e alla situazione patrimoniale: elevato indebitamento verso gli istituti bancari con conseguente appesantimento della struttura dei costi aziendali dovuta da eccessivi oneri finanziari. In questo caso, sebbene non si tratti di una situazione da sottovalutare, appare comunque chiara da diagnosticare e da curare, intervenendo non sulla sfera industriale bensì su quella finanziaria,

⁶ L'utilizzo del Margine di contribuzione ai fini delle decisioni aziendali è ampiamente analizzato da S. BARALDI, G. MANOLO, P. SACCO, *I costi e le decisioni aziendali*, in S. BARALDI, A. CIFALINO', P. SACCO (a cura di), *I sistemi di programmazione e controllo*, Torino, 2011, pp. 44 e ss.

mediante un adeguato risanamento finanziario e un consolidamento della situazione patrimoniale conseguente ad una idonea ricapitalizzazione.

Il risultato operativo può, tuttavia, essere eroso non dalle componenti finanziarie bensì da quelle anomale o non ricorrenti, ossia riconducibili a fenomeni eccezionali e non più ripetibili. In contesti di difficoltà, l'area della gestione anomala deve, tuttavia, essere attenzionata in quanto può evidenziare componenti straordinari di reddito positivi (es. differenze positive di realizzo di partecipazioni, immobili o immobilizzazioni), che hanno compensato risultati operativi poco brillanti.

L'analisi circa lo squilibrio economico si completa con l'utilizzo di quozienti o indici di bilancio, che generalmente attengono a due filoni conoscitivi:

- a) indici per l'analisi della redditività operativa;
- b) indici per l'analisi della redditività globale dell'azienda.

Quanto al punto *sub a)*, l'indicatore maggiormente impiegato è rappresentato dal ROI e dall'analisi delle sue determinanti, secondo il Modello di analisi DuPont, ossia la produttività del capitale investito (rapporto tra ricavi di vendita e capitale operativo investito netto medio del periodo) e la redditività delle vendite (rapporto tra EBIT e ricavi di vendita).

In estrema sintesi, il peggioramento della redditività operativa, segnalato da un abbassamento del ROI nelle sue componenti, può trovare due ordini di spiegazioni. La prima è conseguente ad un calo della marginalità delle vendite, che può essere dovuto ad (i) un peggioramento della relazione costi-ricavi segnalata dai rapporti di incidenza dei costi; (ii) inefficienze in determinate funzioni (industriale, commerciale, amministrativa) che determinano una maggiore incidenza dei relativi costi; (iii) perdita di competitività, con una incapacità dei prezzi-ricavi di sostenere la dinamica dei prezzi-costi. Il secondo ordine di spiegazione è rappresentato dal peggioramento della produttività del capitale (c.d. *turnover* del capitale), che può essere dovuto ad un aumento delle rimanenze non fisiologico (segnale di eccesso di capacità produttiva e di rigidità della produzione, nonché eventualmente di un mancato coordinamento tra la funzione produttiva e quella commerciale), oppure da un incremento dei crediti commerciali conseguente ad un allungamento delle dilazioni alla clientela o, peggio ancora, ad un aumento delle posizioni insolute.

In ordine alla seconda tipologia di *ratios*, gli indici maggiormente impiegati sono rappresentati dal ROE e dall'effetto della leva finanziaria. *Trend* negativi del ROE segnalano, sinteticamente, bassi rendimenti del capitale investito nell'azienda nella sua interezza. L'andamento sfavorevole della redditività globale può anche essere conseguenza di un

eccessivo indebitamento: l'incremento del debito causa una crescita del peso degli oneri finanziari che, trattandosi essenzialmente di costi fissi della struttura finanziaria, determinano una maggiore variabilità del reddito corrente rispetto alle variazioni del reddito operativo. Pertanto, un andamento sfavorevole della leva finanziaria (intesa quale rapporto tra i debiti finanziari e il capitale proprio) può indicare non soltanto un eccessivo indebitamento ma anche una ridotta redditività, che potrebbe essere insufficiente per la copertura degli oneri finanziari.

4. L'equilibrio finanziario è inteso come la capacità dell'azienda di attivare nel tempo fonti di finanziamento idonee – sotto il profilo quantitativo e qualitativo – a coprire i fabbisogni finanziari indotti dalle operazioni di gestione. L'equilibrio finanziario è, pertanto, raggiunto nel momento in cui l'impresa può disporre di disponibilità finanziarie tali da far fronte ai propri impegni, senza rischiare di compromettere le condizioni che garantiscono l'equilibrio economico e patrimoniale.

Il segnale esterno più evidente di una crisi già avanzata è rappresentato dal sorgere dello stato di insolvenza, ovvero dell'incapacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni finanziari.

Si precisa, tuttavia, che le crisi finanziarie sono spesso così definite in modo improprio: infatti, nella maggior parte dei casi le crisi finanziarie rappresentano delle cause secondarie della crisi, sovente indotte da quelle primarie di natura strategica ed economica. Rari, invece, sono i casi in cui le crisi finanziarie possono considerarsi come cause primarie, ossia quando derivano da gravi errori nelle strategie finanziarie dell'azienda o da disequilibri nelle operazioni di investimento e di finanziamento.

Ciò detto, lo squilibrio finanziario è sostanzialmente un'alterazione del ritmo e dell'entità dei flussi di entrata e dei flussi di uscita, che provengono dai circuiti della gestione:

- corrente: entrate per ricavi e uscite per costi monetari relativi al ciclo acquisto-trasformazione-vendita;
- strutturale: entrate per dismissioni e uscite per investimenti pluriennali per la definizione dell'apparato produttivo aziendale;
- finanziamenti di capitale di credito: entrate per accensione di nuovi finanziamenti bancari e uscite per rimborso degli stessi;
- finanziamenti di capitale proprio: entrate derivanti dagli apporti dei soci e uscite per la remunerazione degli stessi sotto forma di dividendi o rimborsi.

Ne discende che lo strumento principale per l'accertamento dello squilibrio finanziario è rappresentato dal rendiconto finanziario, il quale

permette di individuare le cause che hanno determinato un certo flusso finanziario (generazione o assorbimento di cassa).

Un primo fondamentale indice che risulta dalla costruzione del predetto prospetto è rappresentato dal “*Flusso di circolante della gestione caratteristica corrente*”, calcolato sommando all’EBITDA (flusso di cassa potenziale) le quote di ammortamento e aggiungendo le imposte. Questo margine esprime l’autofinanziamento prodotto dalla gestione caratteristica corrente, ovvero l’incremento di risorse finanziarie auto-generate. Tanto maggiore è tale valore, tanto più l’azienda risulta autonoma da un punto di vista finanziario. Tuttavia, non si tratta di un autofinanziamento di liquidità ma di capitale circolante netto. Il secondo risultato, presumibilmente il più rilevante in situazioni di squilibrio finanziario, è il “*cash flow caratteristico corrente*”, il quale, diversamente dal precedente, è influenzato dalla dinamica del capitale circolante netto. Le variazioni di quest’ultimo non sono legate soltanto alla variazione dei ricavi di vendita e dei costi di acquisto dei fattori produttivi, ma anche dalla lunghezza del ciclo monetario. In generale, quanto più aumenta il ciclo monetario e tanto più si amplia il “gap” tra il flusso di circolante e il flusso di liquidità della gestione caratteristica corrente fino a poter arrivare anche al segno negativo di quest’ultimo. Si possono, infatti, verificare situazioni nelle quali l’impresa abbia un reddito caratteristico negativo, ma un flusso di cassa positivo e, viceversa, un flusso reddituale positivo, ma un flusso di cassa negativo, dovuto proprio ad una gestione del circolante non ottimale. Quest’ultimo caso non rappresenta affatto una mera situazione teorica, ma anzi è tipica delle aziende in fase di crescita, che, a causa di una gestione non corretta del circolante, siano precipitate in crisi. In molti casi, infatti, assistiamo ad un aumento del fatturato senza che esso sia accompagnato da un corrispondente incremento delle entrate di moneta. La tendenza fisiologia delle aziende in crescita è proprio quella di registrare un aumento delle rimanenze e dei crediti superiore all’aumento dei debiti commerciali e, di conseguenza, un aumento del circolante netto operativo, che inevitabilmente assorbe liquidità. Si tratta, infatti, di una situazione tipica di un’impresa che presenta i primi segnali di crisi: la voce dei crediti commerciali aumenta poiché la società fa fatica a tradurre i ricavi in entrate monetarie, il magazzino aumenta perché iniziano a complicarsi le relazioni con la clientela e quindi un maggiore quantitativo di merce rimane invenduta e resta in giacenza e, infine, la voce debiti verso fornitori diminuisce in quanto le controparti iniziano ad essere restii nella concessione di dilazioni. In altre parole, nel percorso di crisi c’è sempre un appesantimento del capitale circolante, che assorbe significativamente le risorse monetarie e, oltre a verificarsi prima rispetto al peggioramento dei parametri di conto economico, caratterizza sempre il percorso che muove dall’ottima situazione finanziaria sino all’insolvenza.

Come per l'analisi dello squilibrio economico, anche qui si possono introdurre alcuni *ratios* di bilancio. Tra questi si richiama il c.d. *current ratio*, dato dal rapporto tra attivo corrente e passivo corrente che, se risulta inferiore all'unità è sintomatico di mancanza di liquidità: una teorica richiesta di rientro dei debiti a breve da parte dei finanziatori potrebbe essere soddisfatta soltanto ricorrendo allo smobilizzo di una parte dell'attivo fisso, rischiando così di compromettere le condizioni future di operatività e di equilibrio economico. In modo più prudentiale ed accurato, si può calcolare il c.d. *acid test*, che permette di confrontare l'attivo circolante, al netto delle disponibilità economiche, con le passività correnti, considerando le rimanenze di magazzino non prontamente liquidabili in quanto occorre un periodo di tempo più o meno lungo per la realizzazione di un processo operativo affinché si trasformino in liquidità.

Un altro importante test è rappresentato dalla durata del ciclo monetario, ottenuto sommando alla durata media dei crediti la durata media di giacenza delle rimanenze e sottraendo la durata media delle dilazioni ai fornitori. L'allungamento del ciclo monetario costituisce un sintomo di peggioramento a livello finanziario in quanto aumenta negativamente lo sfasamento tra entrate ed uscite⁷.

5. L'equilibrio patrimoniale si ottiene in presenza di (i) un'adeguata struttura degli impieghi (ii) un livello di indebitamento non eccessivamente elevato e (iii) una congruità tra le fonti di finanziamento attivate e le corrispondenti modalità di impiego dei capitali raccolti. In altre parole, si tratta di valutare l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento utilizzate in relazione alla struttura degli impieghi, al fine di verificarne il grado di sincronizzazione, ossia se il tempo di scadenza delle fonti è sincronizzato con il tempo di recupero degli impieghi. Da tale concetto deriva il principio basilare della solidità patrimoniale, in base al quale occorrerebbe finanziare l'attivo fisso con fonti durevoli (capitale netto o, in alternativa, passività a M/L termine), mentre l'attivo circolante dovrebbe essere finanziato da fonti con scadenza nel breve periodo.

Un esempio tipico di un'impresa in crisi è rappresentato da uno Stato Patrimoniale composto da un capitale circolante netto negativo dovuto a debiti eccessivi e un margine di struttura (differenza tra capitale netto e attivo immobilizzato) fortemente negativo a causa della scarsità di capitalizzazione, che determina un'accentuata esposizione debitoria.

⁷ Il tema del monitoraggio della durata del ciclo monetario ai fini della prevenzione della crisi è ampiamente analizzato da F. MANCA (a cura di), *Controllo della liquidità nelle PMI*, Milano, 2016, p. 13.

La perdita della solidità patrimoniale – al di là del caso estremo del *deficit* patrimoniale (passività superiori alle attività) tipico delle aziende che si trovano a gestire i curatori fallimentari – è un grave fenomeno di generale deterioramento dell'equilibrio aziendale e sovente costituisce la manifestazione ultima (causa secondaria) di più profonde crisi, prevalentemente strategiche ed economiche (crisi primarie), che sono ormai degenerate.

Alcuni aspetti circa la composizione della struttura patrimoniale e del suo equilibrio sono i seguenti:

- forte prevalenza dell'attivo fisso rispetto a quello prontamente liquidabile espone l'impresa a rilevanti rischi a fronte di particolari turbolenze ambientali;
- forte indebitamento aziendale, specialmente se caratterizzato da una prevalenza di breve rispetto al medio lungo, espone l'impresa al rischio finanziario;
- un margine di struttura negativo segnale di una inadeguatezza del capitale proprio e di forte sottocapitalizzazione.

Altro importante indicatore è rappresentato dalla Posizione finanziaria netta, la quale sintetizza il risultato combinato della capacità aziendale di generare *cash flow* e la tendenza ad aumentare o diminuire l'indebitamento finanziario. Un aumento della PFN viene interpretato come un peggioramento, così come al contrario la sua riduzione può essere valutata positivamente⁸. Infatti, se tale indice assume valore positivo indica una situazione in cui lo *stock* delle passività finanziarie risulta superiore rispetto alle liquidità potenzialmente disponibili nel breve termine. Tale indice assume una portata rilevante anche ai fini della prevenzione della crisi, infatti, la crisi di liquidità generalmente è legata ad un aumento progressivo della PFN a breve, per cui la produzione di *cash flow* non raggiunge livelli in grado di assolvere ai pagamenti dei fornitori e in tali condizioni l'azienda è costretta ad aumentare il ricorso ai debiti finanziari. Il rapporto PFN/EBITDA è frequentemente utilizzato per identificare il confine tra le

⁸ Per maggiori approfondimenti si veda A. PANIZZA, G. MONTECCHI, *La posizione finanziaria netta: definizione, composizione, segno algebrico e sua interpretazione*, in *Amministrazione & Finanza* n. 1/2016, pp. 61 e ss. Complesso e dibattuto è il tema del segno della PFN. Sembra, infatti, che la posizione finanziaria netta, calcolata come differenza tra il totale dei debiti finanziari aziendali e le attività liquide, assuma “segno positivo” quando il saldo è a debito (avere) e “segno negativo” quando il saldo è a credito (dare). In ogni caso, per evitare il rischio di commettere errori di interpretazione, è conveniente esplicitare le voci che compongono la PFN. È quindi possibile affermare che il segno della PFN sia una mera convenzione, perciò devono essere forniti al destinatario dell'informazione tutti gli elementi necessari per comprendere chiaramente quale sia la convenzione applicata.

situazioni di equilibrio o squilibrio finanziario. In particolare, situazioni congiunturali recessive e deflative, portano ad identificare nel valore di cinque il risultato di questo rapporto quale soglia al di là della quale si è in presenza di un eccesso di debito. Il rapporto che conduce ad un risultato inferiore evidenzia, viceversa, una situazione di equilibrio finanziario⁹.

6. Definiti brevemente gli squilibri che potrebbero caratterizzare le imprese che cercano la risoluzione degli stessi mediante la neonata composizione negoziata della crisi, si cerca di fornire un quadro, ancorché non esaustivo, delle casistiche che potrebbero essere affrontate dall'esperto indipendente. Resta fermo, tuttavia, che ogni casistica necessita di essere calata sul caso specifico, il quale richiede valutazioni ed analisi *ad hoc* non generalizzabili.

1) Una prima casistica è rappresentata da uno squilibrio finanziario e reddituale, a fronte di un equilibrio patrimoniale.

In primo luogo si precisa che l'equilibrio fa riferimento alla situazione *as is* dell'impresa e non a quello prospettico; ciò in quanto se non vi fosse equilibrio economico, finanziario e patrimoniale a livello prospettico, e quindi nella situazione *to be* risultante all'esito del percorso risanatorio, allora emergono seri dubbi circa l'effettiva esistenza di concrete prospettive di risanamento.

L'assenza di equilibrio reddituale nella situazione attuale è presumibilmente riconducibile ad un *trend* negativo di risultati reddituali, come si evince dai conti economici riclassificati nelle modalità indicate ai paragrafi precedenti e confrontati a livello temporale su un orizzonte di tre o cinque esercizi consecutivi. Analogamente, lo squilibrio finanziario è presumibilmente riconducibile ad una difficoltà, seppure nel breve periodo, dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni con i flussi di cassa derivanti dalla gestione caratteristica, conseguenza presumibilmente di un'assenza di redditività che non può tramutarsi in flussi di cassa positivi.

Stante la presenza di un disequilibrio economico e finanziario, la presenza, quantomeno sulla base della situazione contabile consegnata dal debitore all'esperto, di un equilibrio patrimoniale potrebbe destare qualche perplessità e deve portare l'esperto ad effettuare attente valutazioni. Si tratta, in altre parole, di esaminare attentamente le voci che compongono lo stato patrimoniale, sulle quali si fonda il presunto equilibrio patrimoniale. In altre parole, occorre verificare l'effettivo e reale valore di mercato degli *assets* rispetto al valore iscritto a bilancio. Nell'ipotesi in cui l'impresa si trovi in forte perdita economica e finanziaria, presumibilmente

⁹ G. LA CROCE, *Il confezionamento di un piano di salvataggio dell'impresa in crisi da attestare*, in *Il Fallimento*, n. 10/2014, p. 979.

l'unica alternativa percorribile è rappresentata dalla liquidazione. Ne consegue che gli *assets* devono essere valutati secondo un principio di liquidazione o comunque devono essere riespressi a valori correnti, in una logica coerente con i valori di mercato.

Potrebbe altresì verificarsi una situazione in cui la solidità patrimoniale sia connessa alla presenza di crediti iscritti a bilancio; occorre, tuttavia, anche in questo caso verificare l'effettiva esigibilità degli stessi, secondo le tradizionali tecniche di revisione.

Si può altresì notare che quando l'impresa sfocia in fallimento, l'ultimo bilancio presenta – generalmente - una perdita decisamente più consistente rispetto a quella degli esercizi precedenti: ciò presumibilmente fa comprendere come nel corso degli esercizi l'impresa, poi dichiarata fallita, abbia adottato delle politiche di bilancio finalizzate a mascherare perdite operative, le quali sono interamente – o quasi - emerse in prossimità dell'accesso alla procedura fallimentare.

2) Una seconda casistica è rappresentata da uno squilibrio finanziario, a fronte di uno equilibrio reddituale e patrimoniale.

In questi casi si rende necessario individuare le cause che hanno prodotto un temporaneo squilibrio finanziario. Qualora emerga che lo squilibrio finanziario possa essere facilmente ripristinato, non si pongono rilevanti problemi in termini di interventi sull'assetto gestionale. Per esempio, lo squilibrio finanziario potrebbe essere dovuto ad una temporanea difficoltà di incasso dei crediti, causata da circostanze contingenti del settore di riferimento. Occorre, tuttavia, prestare massima attenzione circa la concentrazione dei crediti verso clienti per evitare che le difficoltà di pagamento, se non addirittura gli insoluti, di uno o pochi clienti possano compromettere la continuità aziendale dell'imprenditore che accede alla composizione negoziata della crisi.

Qualora, invece, lo squilibrio finanziario sia un sintomo di criticità a livello economico e gestionale, occorre prontamente intervenire sul *core business* dell'impresa.

Inoltre, se l'impresa presenta equilibrio economico e patrimoniale presumibilmente potrebbe ancora godere di una buona credibilità sul mercato bancario, che potrebbe assisterla nella ridefinizione della struttura finanziaria al fine di ristabilire l'equilibrio finanziario.

3) Una ulteriore casistica è rappresentata da uno squilibrio finanziario e patrimoniale, a fronte di un equilibrio economico.

In questo caso lo squilibrio patrimoniale potrebbe essere conseguenza di un andamento negativo dei risultati economici conseguiti nel corso degli esercizi precedenti. Analogo discorso può essere condotto con riferimento all'equilibrio finanziario, oppure quest'ultimo potrebbe essere

riconducibile alla concessione di crediti a clienti, i quali si sono rilevati cattivi pagatori comportando necessita di svalutazioni e quindi di appesantimento della struttura dei costi, oltre che tensioni di natura finanziaria.

L'impresa, tuttavia, allo stato attuale presenta un equilibrio reddituale che, se prolungato nel medio periodo, può consentire alla stessa di ristabilire sia l'equilibrio finanziario sia quello patrimoniale. Potrebbe trattarsi del caso tipico di una *start up*: quest'ultima ha registrato delle perdite economiche, oltre che finanziarie, nel corso dei primi esercizi di vita dell'attività d'impresa. Tuttavia, se presenta un equilibrio reddituale attuale e prospettico merita di essere oggetto di risanamento per continuare ad operare sul mercato, sfruttando così gli investimenti, che nel periodo passato hanno esposto la stessa a squilibri sia finanziari che patrimoniali.

Si tratta, in altre parole, di una situazione diametralmente opposta rispetto al caso *sub* 1). Nel caso analizzato, infatti, lo squilibrio patrimoniale potrebbe anche essere dovuto ad *assets*, di natura intangibile, che non sono iscritti a bilancio in conformità alla normativa di riferimento, come per esempio il marchio o altri beni intangibili. Quest'ultimo, tuttavia, oltre ad essere stato oggetto di investimenti (e quindi maggiori costi che non si sono ancora tradotti in ricavi, uscite di cassa e/o maggiore indebitamento, che intaccano i relativi equilibri), potrebbe essere proprio il "motore" dell'equilibrio economico prospettico. Evidentemente, si tratta di un'impresa meritevole di essere risanata e continuare – o forse iniziare – ad operare sul mercato.

4) Una quarta casistica è rappresentata da uno squilibrio reddituale, a fronte di un equilibrio patrimoniale e finanziario.

Si tratta del tipico caso delle aziende c.d. *dead man walking*, ossia aziende che stanno proseguendo l'attività d'impresa ma che presumibilmente ad un certo punto, senza interventi correttivi, giungono al dissesto in quanto non saranno in grado di sostenere autonomamente nuovi finanziamenti.

Si tratta, infatti, di un'impresa in equilibrio patrimoniale, derivante da una determinata struttura di immobilizzazioni oggetto di ammortamento (che comunque potrebbe essere intaccato, ma non eroso, dalle perdite correnti), un equilibrio finanziario derivante da un EBITDA positivo che si traduce in flussi di cassa positivi, ma in squilibrio economico derivante da un risultato operativo negativo. Quest'ultimo, senza interventi correttivi, intacca inevitabilmente l'equilibrio finanziario e quello patrimoniale nel momento in cui l'impresa si troverà costretta a fare nuovi investimenti in quanto un EBITDA positivo ma un risultato operativo negativo vuole dire che l'impresa rigenera le risorse investite nella spesa corrente (costi monetari), ma non è in grado di rigenerare l'investimento. Pertanto, quando

sorge la necessità di nuovi investimenti, emergerà altresì l'incapacità dell'impresa di farvi fronte autonomamente.

5) Una quinta casistica che potrebbe emergere è rappresentata da uno squilibrio reddituale e patrimoniale, a fronte di un equilibrio finanziario.

L'azienda verte in una temporanea situazione di equilibrio finanziario, ma in assenza di un equilibrio reddituale, ancorché prospettico, difficilmente il risanamento potrebbe essere attuato.

Anche in questo caso, si possono, tuttavia, valutare delle opportunità di trasferimento di un ramo d'azienda, che presenta una redditività adeguata. La soluzione alternativa praticabile è rappresentata dalla liquidazione atomistica dei beni.

6) Una ulteriore casistica è costituita da un equilibrio reddituale e finanziario, a fronte di uno squilibrio patrimoniale.

Costituisce una casistica non dissimile al caso sopra esaminato con riferimento alla *start up* (ipotesi n. 3). In questo caso, tuttavia, la società da poco costituita potrebbe trovarsi in una situazione di equilibrio finanziario, presentando così maggiori probabilità di risanamento.

7) L'ultima casistica qui esaminata, che rappresenta indubbiamente quella più grave, è rappresentata da uno squilibrio economico, finanziario e reddituale.

In questa circostanza risulta assai complesso che vi siano concrete prospettive di risanamento. In questi casi, tuttavia, potrebbe essere rilevante analizzare la redditività di eventuali singoli rami d'azienda. Il disequilibrio economico, infatti, potrebbe essere conseguenza delle perdite registrate da uno o più rami d'azienda, che hanno interamente assorbito gli utili, viceversa, prodotti da un altro ramo d'azienda. Quest'ultimo ramo potrebbe, pertanto, essere oggetto di autonoma valutazione ai fini di una sua successiva cessione a terzi, finalizzata a garantire il risanamento, in via indiretta come espressamente previsto dal legislatore della composizione negoziata della crisi.

7. Diverse sono le casistiche che potrebbero presentarsi sul tavolo dell'esperto quando deve analizzare e verificare le concrete prospettive di risanamento dell'azienda che intende seguire il nuovo strumento della composizione negoziata della crisi.

L'analisi del bilancio (e delle sue componenti), rappresenta indubbiamente una tecnica di ausilio all'esperto. Sebbene quest'ultima abbia una scarsa attitudine a segnalare tempestivamente situazioni di crisi, tracciando un profilo essenzialmente basato su dati quantitativi e consuntivi che sono raramente sintomi primari ed invece più spesso sintomi intermedi

e finali della crisi, è idonea a sviluppare indagini negli aspetti economico, finanziario e patrimoniale.

Ciò in linea con quanto previsto nella recente legislazione sulla composizione negoziata della crisi che fa perno sulla necessità di individuare una soluzione al superamento dello squilibrio patrimoniale o economico-finanziario in cui versa l'impresa, al fine di verificare le concrete prospettive di risanamento.

Lo scritto cerca di fornire qualche spunto di riflessione in merito ad alcune casistiche, di certo non esaustive stante le innumerevoli ipotesi che possono emergere nel concreto, di squilibri in cui può versare l'impresa che cerca di superarli mediante il nuovo strumento della composizione negoziata della crisi.