

**L'IMPORTANZA DELL'INTANGIBILE
NELLA PREVENZIONE DELLA CRISI D'IMPRESA**

ANDREA MONTERA
*Cultore della materia
nell'Università di Ferrara*

SOMMARIO: 1. L'ottica *forward-looking*. – 2. Il valore nascosto nel bilancio. – 3. *Non-financial KPIs*.

1. – Con il d.lgs., 12 gennaio 2019, n. 14, ovvero il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII), il lessico del legislatore abbandona termini quali "fallito" e "fallimento" (art. 382), caratterizzati da un'accezione estremamente negativa – un sinonimo di condanna che induceva ulteriormente l'imprenditore a tener nascosto il suo stato di squilibrio economico-finanziario – scelta che non si esaurisce in una rifinitura estetico-nominalistica ma che diviene specchio di una cultura del risanamento delle imprese, che attraverso un sistema di segnali dall'allerta cerca di anticipare la crisi e ripristinare lo *status quo* fin dalla c.d. *twilight zone*.

È il concetto di prevenzione ad animare la riforma, ma per quanto la presenza di *early warnings* risulti fisiologica in un simile contesto non è altresì immediata la scelta dei dati destinati a fungere da *input*, ed è su quest'aspetto che s'impenna il presente elaborato.

Il novellato art. 2086 c.c., co. 2 dispone che l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale. Esso è richiamato dall'art. 3, co. 2 CCII, il quale recita «l'imprenditore collettivo deve adottare un assetto organizzativo adeguato ai sensi dell'articolo 2086 c.c., ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative». Il legislatore dispone, quindi, come l'imprenditore debba intervenire sulla propria struttura organizzativa per rendere possibile una lettura tempestiva dello stato di crisi, c.d. ottica *forward-looking*, ma l'effettiva adeguatezza degli assetti non dev'essere interpretata come una caratteristica che rende impossibile il giungere ad una procedura di liquidazione giudiziale, in quanto ciò contraddirebbe lo spirito della riforma; tant'è che l'adeguarsi a quanto segnalato dagli indici e il rispettare il

percorso d'allerta dovrebbe essere premiato con una riconosciuta assenza di responsabilità per il manifestarsi della crisi¹.

La scelta di limitarsi ad una clausola generale consente all'impresa di vestire il sistema organizzativo, amministrativo e contabile più confacente², opinione condivisa da chi scrive poiché ritenuta in linea con quanto disposto dall'art. 13, co. 3, CCII. Il terzo comma dell'articolo prevede, infatti, che un'impresa possa dotarsi degli indici che, in virtù di caratteristiche che le sono proprie, ritiene più adeguati a far ragionevolmente presumere la sussistenza del suo stato di crisi. Parallelamente, a fronte dell'adeguatezza di indici individuati *ad hoc*, senza entrare nel merito di come la loro idoneità andrebbe valutata, il riconoscimento di un'assenza di responsabilità potrebbe ragionevolmente essere esteso anche al professionista.

Gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rilevabili attraverso gli indici costituiscono quegli indicatori di crisi che, assieme all'adeguatezza degli assetti, sono il cuore della prevenzione, ma la ricercata ottica *forward-looking* viene opacizzata dalla scelta di attingere a informazioni riportate in bilancio che, a fronte della facile reperibilità, portano con sé i limiti nella rappresentazione del valore di un'azienda che caratterizza quest'insieme di documenti contabili.

La nuova *forma mentis* che promuove un tempestivo agire, prima che lo squilibrio si cronicizzi, non sembra trovare un degno contrappunto nella scelta degli indicatori: nella sequela logica dei sette indicatori selezionati dal CNDCEC il patrimonio netto negativo o, per le società di capitali, inferiore al minimo legale porta alla luce uno stato di illiquidità attuale, non prospettico; allo stesso modo i cinque indici alternativi al *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR), a impiego congiunto, paiono più un compromesso che un vero e proprio passo in avanti verso l'ottica *forward-looking*, poiché anch'essi non prospettici.

Nel R.D., 16 marzo 1942, n. 267, o Legge Fallimentare, non vi è alcuna definizione giuridica di "crisi di impresa", viene però disciplinato il concetto di "insolvenza", definito dall'art. 5 della Legge – in cui si parla di "stato di insolvenza", a dispetto dell'abrogato art. 2221 c.c. che recita «in caso di insolvenza», originando una differenza che resta meramente formale – come quello *status* che «si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni». Come sottolineato dalle linee guida del 2015 del CNDCEC, l'art. 2467 c.c. dimostra indirettamente come il

¹ A. LOLLI – M.G. PAOLUCCI, *L'adeguatezza degli assetti nel codice della crisi dell'impresa*, in *Il Caso.it*, 2020, 16-17.

² A. LOLLI – M.G. PAOLUCCI, *L'adeguatezza degli assetti nel codice della crisi dell'impresa*, cit., 12.

concetto di insolvenza sia «un elemento statico e desumibile da fatti esteriori manifesti e storici»³. Avvalersi di indicatori che, eccezioni fatta per il DSCR, non risultano realmente predittivi, può facilmente portare ad esiti non troppo diversi dall'agire quando si parla ormai di stato d'insolvenza e non più di crisi.

2. – Gli indicatori, al pari di una qualsiasi formula matematica, elaborano in modo acritico l'insieme di dati fornito loro, di conseguenza la qualità e la trasparenza delle informazioni utilizzate in primo luogo avrà inevitabili ripercussioni sui dati ottenuti in ultima analisi. Se questi dati, dunque, provenissero da un insieme di documenti *backward-looking* l'informativa derivante dal risultato finale non potrà allontanarsi da questo retaggio (logica *garbage in, garbage out*). La tematica meriterebbe una disamina più approfondita, e non vuol esser questa la sede per farlo, ma non si può non ignorare che vi siano elementi non presenti o non correttamente riportati in bilancio rispondenti al nome di *intangibles*. Un esempio lampante è fornito dall'avviamento, il quale è forse il più invisibile tra gli *asset* intangibili e, sebbene il suo valore sia tutt'altro che insostanziale, nessun documento fornisce prova della sua esistenza⁴.

Quando un'azienda sviluppa internamente una nuova tecnologia, il suo *fair value* – ovvero il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione equa – non è riportato nello stato patrimoniale, l'ammontare impiegato nelle spese di ricerca e sviluppo confluisce nelle spese operative anziché in quelle in conto capitale, anche se ciò genererà entrate per diversi anni. Questo farà sì che il valore contabile (*book value*) dell'azienda sia inferiore a quello di mercato (*market value*). Tuttavia, qualora l'azienda venisse acquistata da un'altra, il valore di mercato delle sue nuove tecnologie, entrerà nello stato patrimoniale dell'acquirente prevalentemente sotto forma di avviamento. Il medesimo problema si estende anche a spese collegate ad altri intangibili, come i costi di *marketing* sostenuti per consolidare il proprio *brand*⁵, ed è sempre più rilevante vista l'inversione di tendenza negli investimenti che vede ora una chiara prevalenza degli intangibili⁶.

Tale *gap* tra il valore di mercato e quello contabile è stato calcolato tramite il *book-to-market effect* (*BM effect*) introdotto per la prima volta nelle ricerche accademiche nel 1980, le quali prendevano in esame un arco

³ CNDCEC, *Informativa e valutazione nella crisi d'impresa*, in *Linee guida*, Roma, 2015, 9.

⁴ Voce *Intangible asset*, in *Oxford Dictionary of Business and Management*.

⁵ H. PARK, *Intangible Assets and the Book-to-Market Effect*, in *European Financial Management*, 25(1), 2019, 208.

⁶ F. GU – B. LEV, *Time to Change Your Investment Model*, in *Financial Analyst Journal*, 73(4), 2017, 25.

temporale che partiva dal 1960: il numero di intangibili riportati in bilancio era, al tempo, trascurabile e la conseguente divergenza di valore molto esigua. Giunti al XXI secolo, per la precisione tra gli anni 2001 e 2013, è stato registrato un tasso di crescita degli *asset* intangibili, dell'avviamento, della differenza tra il valore di mercato ed il valore contabile del patrimonio netto rispettivamente del 109%, 303% e 57%. I dati sono ancor più lampanti considerando che solo la porzione degli intangibili riportata in bilancio è stata presa in considerazione. L'*asset* più importante di Amazon, per rendere l'idea, non è il suo efficiente impianto di spedizione, bensì il suo modello di business e di riconoscimento del cliente: il primo (tangibile) figura nello stato patrimoniale, il secondo (intangibile) no, dato che l'impresa non è mai stata acquistata da un terzo⁷. A sorprendere, tuttavia, non dovrebbe essere tanto il tasso di crescita degli intangibili, quanto quello del *gap* tra valore contabile e di mercato, poiché evidenzia come le misure del valore siano ormai più obsolete che obsolescenti.

Questo valore nascosto che porta a situazioni paradossali in cui effettuare investimenti nel capitale umano e nell'*information technologies*, e in senso più ampio nella conoscenza, riduce il valore contabile dell'azienda nonostante questa veda quello di mercato in crescita è stato denominato "capitale intellettuale". Trattasi di un capitale, dal quale se ne diramano altri sempre di natura intangibile, definito "non finanziario" soltanto poiché non espresso in unità monetarie e non poiché ininfluente in tal ambito. Pur coscienti di ciò, come rimarcato da Leif Edvinsson nell'articolo *Developing Intellectual Capital at Skandia*⁸, la vera sfida consiste nel trasformare il buon senso in buona prassi, avendo come intento non quello di distorcere le informazioni finanziarie, ma, piuttosto, di supportarle rendendo visibile questo valore tramite un apposito *report* non finanziario.

Richiamando quanto detto in precedenza – e senza addentrarsi nella disamina più oculata che tale argomento meriterebbe, giacché questo non è e né vuol esserne il luogo – se la qualità dei risultati di un'analisi è influenzata da quella dei dati forniti in partenza, e se vi è un valore che non emerge dal bilancio d'esercizio ma che ricopre un ruolo tutt'altro che secondario nella creazione di valore di un'impresa, così come l'informativa finanziaria può essere supportata a livello di *report* lo stesso può accadere quando si parla di indicatori della crisi d'impresa.

⁷ H. PARK, *Intangible Assets and the Book-to-Market Effect*, op. cit., 219.

⁸ L. EDVINSSON, *Developing Intellectual Capital at Skandia*, in *Long Range Planning* 30(3), 1997, 366-369.

3. – Tra le principali problematiche del ricorrere esclusivamente agli indicatori finanziari col fine di valutare un'azienda, troviamo: 1) il non poter calcolare tali indicatori fino alla fine del periodo contabile, cosa che li rende di importanza storica; 2) essi mostrano le conseguenze anziché le cause, specie in relazione a fenomeni negativi; 3) sono inappropriati per predire sviluppi futuri e creare strategie; 4) concentrarsi esclusivamente su di essi porta a trascurare gli obiettivi aziendali di lungo termine, concentrandosi su quelli a breve.

In altre parole, la funzione di questi indicatori non risiede nel riflettere gli sviluppi futuri ma nel fornire informazioni storiche, tanto da esser stati definiti «*indicators with a delay*» («indicatori con un ritardo»)⁹.

Di contro, gli indicatori non finanziari usati per leggere la *performance* dell'impresa, o *non-financial Key Performance Indicators* (KPIs), mostrano un legame con gli obiettivi di lungo termine dell'impresa e misurano i progressi compiuti col fine di raggiungerli. In altre parole, i KPIs quantificano gli obbiettivi e consentono di misurare la *performance* strategica. Possono essere associati a un processo, un servizio o all'intera impresa, ma sono affetti da problemi quali mancanza di un approccio comune per la loro verifica, scarsa comparabilità e talvolta una difficoltà non trascurabile nell'essere calcolati. Per quanto utili, essi non risultano sufficienti se presi a sé stanti. I *non-financial* KPIs, di cui possono essere esempio la soddisfazione della clientela o il rischio di perdita di *know-how* derivante dalla perdita di persone chiave, si concentrano spesso anche su tematiche sociali e ambientali, e quindi legate all'immagine dell'impresa, con conseguente crescita della loro importanza assieme a quello di questi temi nell'odierna società; si pensi all'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, e ai diciassette obiettivi (SDGs) che essa ingloba, programma d'azione sottoscritto dai governi dei Paesi membri dell'ONU.

I modelli per predire difficoltà economico-finanziarie basati unicamente, o principalmente, su variabili finanziarie forniscono stime altamente affidabili di probabilità di *default* (PD), o tasso di insolvenza, soltanto per un breve orizzonte temporale, che raramente supera i due anni e vede l'accuratezza predittiva venir rapidamente meno dopo il primo. Secondo Edward I. Altman, padre dello *Z-Score* e tra i massimi esperti di rischio di credito, superata la soglia dei tre anni tali modelli, a prescindere dalla loro struttura, forniscono stime affidabili così raramente che l'esito non è tanto differente da quello che si otterrebbe lanciando in aria una moneta. Gli studi di Altman si inanellano in una catena di ricerche condotte attraverso gli anni da vari autori – come Keasey, Watson, Laitinen, Back – col

⁹ V. HÁLEK – A. BORKOVCOVÁ – F. HAŠEK, *Non-financial Indicators in the Valuation Process – Current Trends*, in *E&M Economics and Management*, 23(1), 2020, 62.

fine di trovare metodi che migliorino l'accuratezza ed estendano gli orizzonti predittivi di questi modelli.

Inserendosi in questo trend di ricerca, il docente della *Stern School of Business* di New York contribuisce a individuare un'anticipazione dello stato di crisi delle piccole e medie imprese che possa ergersi su un orizzonte temporale di diversi anni, che consenta agli *stakeholders* di evitare la crisi o, perlomeno, di fronteggiarla al meglio. Lo scopo di Altman non è quello di sviluppare nuovi metodi statistici, bensì di applicare quelli tradizionali per saggiare la capacità predittiva di un gran numero di variabili, in cui figurano anche quelle non finanziarie. A prescindere che un nuovo metodo venga realizzato o meno, i suoi risultati supportano la tesi secondo cui la chiave per il raggiungimento di un orizzonte predittivo più ampio, ma affidabile, consiste proprio nell'avvalersi congiuntamente di ambedue i tipi di variabili, sottolineando come l'aggiunta di quelle non finanziarie consenta all'impresa di ottenere informazioni importanti per l'anticipazione della crisi¹⁰.

Un recente studio condotto in Repubblica Ceca – caratterizzata da un tessuto industriale composto quasi esclusivamente da piccole e medie imprese, quindi non poi dissimile dal nostro – ha ribadito l'importanza di un utilizzo congiunto di indicatori finanziari e non finanziari come criterio di valutazione del successo di un'azienda, in quanto il solo utilizzo dei primi può portare a fraintendere la propria area di *business*¹¹.

Un documento connotato dalla presenza di numerosi indicatori finanziari e non, atto a rappresentare quella porzione di valore non emergente dal bilancio d'esercizio, è il *report* integrato. Esso può esser visto come una particolare forma di *business report*, più sofisticata ed evoluta, che non mira a sostituire il bilancio ma a integrarlo e completarlo, a prescindere dal fatto che venga presentato come un documento a sé stante o incluso nel bilancio stesso, anche all'interno della relazione sulla gestione. Tratto distintivo di questo *report* è il suo approccio multi-capitali, secondo il quale sei capitali, tra cui figurano sia quello finanziario che quello intellettuale, sono considerati la base della creazione del valore.

Tale documento, il cui processo messo in essere da un'organizzazione per prepararlo è noto come *reporting* integrato, è una comunicazione sintetica capace di rendere visibile come e in che misura un'azienda crea valore nel breve, medio e lungo periodo nel contesto in cui essa opera. Come affermato dall'Organismo Italiano di *Business Reporting – Sustainability, Non-Financial e Integrated Reporting* (OIBR), fondazione di partecipazione che

¹⁰ E.I. ALTMAN, *Financial and Non-Financial Variables as Long-Horizon Predictors of Bankruptcy*, in SSRN, 2015, 1-4.

¹¹ V. HÁLEK – A. BORKOVCOVÁ – F. HAŠEK, *Non-financial Indicators in the Valuation Process – Current Trends*, cit., *passim* e, in part., 61-71.

gode di forte sostegno internazionale e rappresenta ufficialmente il WICI *Global Network* in Italia, il tempo dedicato alla preparazione di tale *report* dovrebbe, dunque, non essere visto come un costo ma come un investimento capace di produrre come ritorno, tra i diversi benefici, un'ottimizzazione delle risorse e dei capitali, una misurazione delle prestazioni e una evidenziazione dell'importanza di quelle interazioni che rappresentano un ponte tra le piccole e medie imprese e una pluralità di organizzazioni private e pubbliche.

Sebbene nel preparare un *report* integrato vada tenuto conto che non tutti e sei i capitali potrebbero esser presenti, a seconda del modello di *business* dell'organizzazione, è utile rappresentarne e misurarne i componenti principali tramite KPIs¹².

Tra questi capitali vi è il capitale sociale e relazionale, che include beni immateriali associati alla reputazione. La reputazione è uno degli intangibili che, a parere dello scrivente, meglio rappresenta l'importanza degli impatti che possono essere generati da ciò che non è misurato in unità monetarie: già nel 1986 una massima giuridica¹³, relativa all'art. 2598 c.c. e dunque agli atti di concorrenza sleale, sottolineava indirettamente come ciò che si riflette negativamente sulla reputazione dell'impresa si riflette, di conseguenza, sulla sfera patrimoniale della stessa. La fattispecie presa in esame riguardava un pregiudizio subito dalla reputazione del prodotto d'impresa, seppur dovuto a uno svilimento causato da comportamento altrui, e, difatti, qualità dei prodotti e servizi, nonché immagine e reputazione, rientrano tra gli aspetti correlati a quelle opportunità e principali rischi che devono essere identificati nel *report* integrato. L'importanza della reputazione può anche esser messa indirettamente in evidenza dall'art. 2557 c.c., che definisce il divieto di concorrenza, poiché i presupposti per l'operatività della tutela espressamente riconosciuta da tale articolo sono, da un lato, l'intento di trasferire assieme all'oggetto del contratto anche l'avviamento clientela – dal quale l'acquirente tra le speranze di conseguire in futuro un reddito pari a quello conseguito dall'alienante – e dall'altro la particolare pericolosità dell'alienante nel sottrarre agevolmente la clientela mediante un'attività di concorrenza¹⁴. Sebbene l'avviamento tutelato da suddetto articolo sia quello soggettivo, e quindi additato all'abilità operativa dell'imprenditore sul mercato, il legislatore considera la capacità di conservare ed accrescere la clientela sia come degna di tutela sia come di non secondaria importanza in

¹² OIBR, *Il Reporting Integrato delle PMI: Linee guida operative e casi di studio* 2019, *passim* e, in part., 4 - 22.

¹³ Cass., 25 luglio 1986, n. 4755.

¹⁴ Trib. Milano, 20 dicembre 1978, G.d. ind. 79, 601, in dottrina v. G. CIAN – A. TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice civile*, Padova, 1996.

chiave competitiva, cosa che, in senso ampio, la reputazione aziendale è in grado di fare, poiché agisce da collettore di clienti finché connotata positivamente. Difatti, l'averne, al contrario, un atteggiamento irresponsabile riguardo tematiche ambientali, sociali e di *governance* (ESG) può indurre potenziali acquirenti a pagare di meno, soprattutto quando la condotta aziendale è portata all'attenzione dei media. La propensione degli acquirenti a pagar meno per aziende con una "performance sociale" inferiore alla loro è frutto di una preoccupazione dovuta ad un potenziale trasferimento di reputazione, dimostrando come questa abbia importanti implicazioni economiche. Una cattiva reputazione viene, inoltre, recepita dagli investitori e può anche indurre i consumatori a boicottare prodotti o servizi dell'impresa¹⁵. Il reale rispetto di tematiche ESG – non pratiche di *greenwashing* – diviene, così, non tanto un perseguimento di valori etici quanto il porre in essere una mitigazione del rischio aziendale¹⁶ adeguata all'evoluzione dell'odierno sistema economico e produttivo, senza attribuire a tutto ciò alcuna accezione negativa. Un esempio può essere fornito anche dal mondo degli intermediari finanziari: vi è una correlazione tra il rispetto di tematiche ESG da parte delle banche e la possibilità di ricevere una sanzione finanziaria, individuata nel bisogno di rinvigorire la propria immagine dopo averne ricevuta una¹⁷.

Senza addentrarsi in quella pluralità di disquisizioni che sarebbero dovute in un'analisi maggiormente articolata, nella redazione del *report* integrato, che come prima affermato tiene conto del rischio reputazionale, possono essere costruite matrici di significatività e rilevanza, col fine di mappare i rischi e classificarli per categorie di *stakeholders* – come clienti, *partner*, fornitori, banche *etc.* – e tipologie di rischio.

L'OIBR nelle sue linee guida per le piccole e medie imprese, propone una suddivisione di KPIs così articolata: KPIs generali, KPIs specifici settoriali, KPIs specifici aziendali¹⁸. A parere dello scrivente, la suddivisione ricorda la scelta del legislatore di realizzare indici specifici e indici relativi a caratteristiche proprie dell'impresa, rispettivamente ai commi 2 e 3 dell'art. 13 CCII, il che denota una non disarmonia con il quadro legislativo e

¹⁵ M. MAUNG – C. WILSON – W. YU, *Does reputation risk matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions*, in *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 66(C), 2020, 1-12.

¹⁶ R. SASSEN – A.K. HINZE – I. HARDECK, *Impact of ESG factors on firm risk in Europe*, in *Journal of Business Economic*, 86, 2016, 898.

¹⁷ P. MURÈ, *ESG and reputation: The case of sanctioned Italian banks*, in *Corp Soc Responsib Environ Manag.*, 28(1), 2021, 274-275.

¹⁸ OIBR, *Il Reporting Integrato delle PMI: Linee guida operative e casi di studio*, cit., 32 e 53.

dovrebbe rendere più facilmente condivisibile la suddivisione proposta dall'OIBR.

In un contesto che non vede più il risultato d'esercizio come sinonimo di *performance* imprenditoriale, in senso stretto, e in un panorama in cui gli *intangibles* non vanno esclusivamente ricercati nell'ambito dell'*Information and Communications Technology*, ma possono essere trovati anche nel *design* di un abito o nel suo stesso *brand*, andrebbe riconosciuta maggior importanza ai *non-financial KPIs*, visti come complemento significativo per gli indicatori finanziari, i quali, pur importanti, possono così essere anticipati cogliendo segnali più deboli e dando vita a quella che potrebbe paradossalmente essere definitiva come un'anticipazione meno tardiva della crisi d'impresa.

Abstract

THE IMPORTANCE OF INTANGIBLES IN THE CRISIS PREVENTION

Squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, costituiscono il cuore della prevenzione della crisi d'impresa, ma la ricerca di un'ottica *forward-looking* viene opacizzata dalla scelta di attingere alle sole informazioni riportate in bilancio, le quali portano con sé i loro limiti nella rappresentazione del valore di un'azienda, seppur a fronte di una più facile reperibilità.

L'articolo, pur non dando luogo ad una disamina articolata, si propone d'illustrare e di riflettere brevemente su come quella differenza tra beni tangibili e non origini quel *gap* di valore – si pensi a quello tra valore contabile e di mercato – la cui comprensione è utile non solo agli *stakeholder* ma ad una prevenzione meno tardiva della crisi d'impresa.

Income, asset or financial imbalances are at the heart of crisis prevention, but the search for a forward-looking dimension is hindered by the choice to consider only the information reported in the financial statement, which carries with it its limits in the representation of the company value, even if it is easier to find.

Even if this paper does not give rise to a detailed examination, it nevertheless aims to show and reflect briefly on how the difference between tangible and intangibles made that gap in value - think of that between book and market value - whose understanding is useful not only for stakeholders but for an earlier prevention of the business crisis as well.
