

Vendere un'impresa funzionante porta risultati diversi rispetto allo smontaggio dei cespiti

Valore nella continuità indiretta

Il prezzo nasce dai flussi che l'impresa può ancora generare

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

La continuità indiretta non è una forma alternativa di continuità aziendale, ma una modalità alternativa di liquidazione. L'impresa non viene valorizzata perché viene venduta nel modo meno distruttivo possibile. Il prezzo non fotografa il patrimonio, ma la capacità - residua, fragile ma reale - di evitare gli sconti che, nelle vendite forzate, cancellerebbero gran parte del valore economico.

Nella continuità indiretta, pertanto, il prezzo non nasce dalla valorizzazione patrimoniale, ma dalla capacità dell'impresa, pur indebolita, di generare flussi fino al termine del proprio ciclo. È la presenza stessa di un funzionamento residuo a comprimere gli sconti tipici delle vendite forzate.

Il primo effetto evidente è che la vendita non avviene più sotto la pressione del tempo. Finché l'azienda resta attiva, anche in condizioni minime, la procedura non viene percepita come una corsa contro il disfacimento. Il mercato non si muove più come davanti a un'asta rapida, dove tutto deve essere monetizzato in fretta, e questo basta a ridurre in modo significativo gli abbattimenti tipici della liquidazione atomistica.

La fretta, nei processi di dismissione, è sempre il peggior nemico del venditore: costringe ad accettare prezzi bassi pur di evitare il collasso, alimenta aspettative opportuniste negli acquirenti e impedisce di valorizzare anche le componenti immateriali che, pur indebolite, sopravvivono all'interno dell'impresa.

Come cambia la percezione del mercato. Quando l'attività non è interrotta, l'impresa smette di essere percepita come un insieme di beni da smaltire e torna a essere letta come un organismo che produce ancora effetti economici. È questa differenza di percezione che modifica il modo in cui il mercato costruisce il prezzo.

Liquidazione atomistica vs continuità indiretta

Profilo	Liquidazione atomistica	Liquidazione in continuità indiretta
Condizione di vendita	Urgenza elevata	Tempistiche più estese
Percezione del bene	Asset isolati	Impresa funzionante
Informazione disponibile	Ridotta, asimmetrica	Più completa e osservabile
Potere negoziale	Forte squilibrio a favore dell'acquirente	Rapporto più equilibrato
Effetto sul prezzo	Sconti molto elevati	Sconti ridotti e più stabili

Un'impresa che continua a lavorare, anche a ridotto regime, conserva elementi che nelle vendite atomistiche scompaiono: la regolarità dei rapporti, la presenza di una struttura di costi e ricavi ancora misurabile, la possibilità di osservare nel concreto come reagisce

operativa, è molto più semplice coinvolgere soggetti industriali, investitori locali, competitor diretti e soggetti interessati a preservare il valore del marchio o del portafoglio clienti. In una dismissione atomistica, invece, il mercato si riduce quasi sempre a pochi soggetti finanziari specializzati, che impongono sconti elevatissimi.

Il ruolo decisivo del "valore a finire". Il valore che emerge nella continuità indiretta non ha nulla a che vedere con le ipotesi di rilancio o con visioni ottimistiche del futuro.

Si tratta invece di stimare la capacità dell'impresa di produrre cassa fino alla fine del proprio ciclo economico, anche quando questo ciclo è breve e segnato da un progressivo deterioramento.

È un approccio pragmatico: l'azienda non viene considerata in una prospettiva di ritorno alla normalità, ma di lento spegnimento. Tuttavia, finché lo spegnimento non coincide con l'interruzione immediata, il valore residuo non è irrisorio. Molte imprese, anche in forte declino, restano in grado di generare per un paio d'anni flussi positivi derivanti da ordini già acquisiti, da rapporti plurienali ancora in essere, dalla coda fisiologica delle attività.

Questo è un punto spesso sottovalutato: i flussi non derivano da nuove ini-

ziative, ma da inerzia economica. Anche in crisi, un'impresa che completa lavori già avviati o consegna commesse in corso produce reddito. Ed è quel reddito che il mercato considera quando acquista un'impresa in continuità indiretta: non un progetto, ma la possibilità di sfruttare ciò che già esiste.

I flussi negativi degli ultimi esercizi non cancellano completamente questo valore, perché il mercato attribuisce un peso maggiore ai flussi iniziali, ritenuti più certi. È la logica di ogni valutazione in contesti temporanei o "a finire": ciò che avviene per primo conta più di ciò che avverrà alla fine. Ecco perché anche aziende destinate a cessare nel giro di poco tempo riescono comunque a spuntare un valore di cessione superiore rispetto alla somma dei beni venduti separa-

significativo.

Quando un'impresa viene smontata, ogni bene perde il contesto operativo che gli attribuisce funzionalità. Un macchinario non collocato all'interno del ciclo produttivo vale meno; un marchio venduto senza struttura commerciale si svaluta; un contratto non trasferibile perde ogni utilità; un magazzino senza clienti diventa un costo di gestione.

La continuità, anche se affidata a un terzo, permette di preservare quella coerenza economica che, nel suo insieme, produce maggiore appetibilità per il compratore.

L'effetto più evidente è il ridimensionamento dello sconto per illiquidità: un complesso aziendale funzionante, anche se debole, è sempre più liquido della somma dei suoi componenti. Lo stesso vale per l'asimmetria informativa: nella liquidazione atomistica l'acquirente è costretto a immaginare come ricomporre i pezzi; nella continuità indiretta, invece, può osservare direttamente come quei pezzi interagiscono. È un'informazione che vale denaro.

Dove si forma la differenza economica. La distanza tra il prezzo ottenibile in continuità e quello generabile dalla liquidazione atomistica rappresenta il "dividendo" economico della procedura. Non è un premio, né un valore aggiunto "creato" dalla gestione temporanea, ma semplicemente ciò che non viene distrutto. Si tratta di una differenza che può cambiare radicalmente la sorte dei creditori.

Un'impresa venduta come complesso può generare ricadute economiche significativamente più alte rispetto a una dismissione atomistica, anche senza nessun miglioramento operativo. La differenza la fa il contesto della vendita, non la qualità dell'attività residua.

Per questo, nella pratica, la continuità indiretta viene sempre più considerata come la forma "normale" di liquidazione nelle crisi industriali complesse: è il modo più efficace per evitare che il valore crolli prima ancora di arrivare al mercato.

Anche in crisi, un'impresa che completa lavori già avviati o consegna commesse in corso produce reddito. Ed è quel reddito che il mercato considera quando acquista un'impresa in continuità indiretta: non un progetto, ma la possibilità di sfruttare ciò che già esiste

tamente.

Perché l'atomistica distrugge valore e la continuità lo preserva. La liquidazione frammentata è colpita da tre fattori ricorrenti: urgenza, illiquidità e forte squilibrio informativo tra chi vende e chi compra. La continuità indiretta non elimina questi problemi, ma li attenua in modo