

### 3. L'EQUILIBRIO ECONOMICO NEI GRUPPI AZIENDALI

#### 1. L'apprezzamento dell'equilibrio economico nelle imprese e nei gruppi

1.1. Il giudizio di equilibrio economico<sup>1</sup> è generalmente fondato, a livello di impresa, sulla verifica di due ordini di condizioni, che riguardano:

- a. l'attitudine dell'impresa a preservare l'integrità del capitale, giusto un coerente sistema di misurazione e nella prospettiva di continuità della gestione nel tempo<sup>2</sup>; la soddisfazione di tale condi-

1. L'equilibrio economico è di seguito prevalentemente indagato nella sua accezione economico-reddituale, tendente cioè ad osservare il sistema costi-ricavi che determina la formazione del reddito di impresa. Per la distinzione tra l'interpretazione economico-reddituale dei fatti amministrativi e quella economico-patrimoniale, si veda C. Masini, *Il sistema dei valori d'azienda. Un problema di calcolo economico nelle imprese*, pp. 16-17.

2. *Preservazione dell'integrità del capitale, sistema di misurazione e continuità della gestione del tempo* appaiono in effetti connotazioni inscindibilmente connesse, nella logica che sorregge i processi di misurazione economica.

Da un lato, infatti, l'integrità del capitale si evidenzia per la capacità della gestione di assicurare, nel tempo, una redditività adeguata al rischio cui lo stesso soggiace (si veda sul punto P. Onida, *Il bilancio d'esercizio nelle imprese*, pp. 62-70).

D'altra parte, il riferimento alla tecnica di misurazione contabile, in stretta aderenza all'attività aziendale e al fine cui essa è destinata (si veda M. Cattaneo, *Il bilancio d'esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, pp. 40-43) porta a riconoscere *alternative fattispecie di apprezzamento del reddito*, in relazione alle modalità secondo cui appare valorizzato il realizzo dei prodotti e l'impiego delle condizioni di produzione per effetto della gestione o, il che è equivalente, in relazione alle modalità secondo cui vengono confrontati il capitale netto iniziale e finale riferiti ad un certo periodo oggetto di osservazione. Valgano, per sintesi, le logiche *nominalistiche*, del *mantenimento del valore del capitale* e del *mantenimento della sostanza patrimoniale* (o *sostanzialisti-*

zione attesta la possibilità di garantire un pieno reintegro dei fattori consumati nei processi di produzione e di offrire al contempo una remunerazione del capitale adeguata al rischio e alle attese della proprietà<sup>3</sup>;

- b. quindi, la capacità dell'impresa di assecondare i programmi di gestione che il soggetto economico ha formulato, ovvero gli obiettivi generali che lo stesso si prefigge, in particolare quello di assicurare la produzione di flussi di ricchezza che sostengano i processi produttivi, sorreggano lo sviluppo aziendale e consentano livelli addizionali di investimento, mantenendo entro limiti fisiologici il ricorso a risorse attratte al credito.

La prima delle predette circostanze concorre a identificare, in chiave prospettica, le condizioni *oggettive* di equilibrio economico, solitamente soddisfatte dal divario positivo tra i ricavi e i costi di gestione<sup>4</sup>.

*che*) evidenziate in M. Cattaneo, *ibidem*. Si veda altresì M. Fanni, *Le condizioni di omogeneità monetaria e di integrità patrimoniale nella contabilità ordinaria di esercizio, passim*.

Ne consegue che, in funzione della logica di misurazione, volta in via generale a tenere conto sia di alternative modalità di valutazione delle condizioni di capitale sia di differenti metodi di considerazione del metro monetario, coerentemente alla predette logiche di fondo si determinano diverse misure di reddito, che esprimono quindi in modo difforme l'attitudine della gestione alla preservazione dell'integrità del capitale. Si veda al riguardo A. Tessitore, *Redditività dell'impresa in periodi di inflazione*, pp. 201-207.

3. Tale remunerazione si attua sia nella forma diretta o "distributiva" del risultato di gestione, sia nella forma "indiretta" o accrescitiva della ricchezza a disposizione dell'impresa e più latamente del valore di ciascuna azione o quota.

Appare in effetti coerente con la concezione corrente del finalismo economico del sistema aziendale l'idea secondo cui l'impresa deve tendere ad assicurare ai propri soci una produzione di valore che si incorpora nello stesso *luogo economico* ove è stato generato, anche a prescindere dal momento distributivo immediato o futuro.

Tale visione, che riletta con categorie economico-aziendali sufficientemente consolidate vede nella massimizzazione del *capitale economico* un punto qualificante della produzione d'impresa, ha assunto da qualche tempo un rilievo di notevole importanza negli studi aziendali (ed anche nella prassi) che si propongono l'analisi e la misurazione della *produzione di valore*. Per una lettura "istituzionale" di questo problema e per le sue relazioni con la *produzione di benessere* per gli *stakeholder* si veda, M. Cattaneo, *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, pp. 16-22 e *passim*.

4. Sulla concezione di equilibrio oggettivo e soggettivo del sistema d'impresa si vedano M. Cattaneo, *Economia delle aziende di produzione*, pp. 152-164 e A. Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, pp. 192-194, che annota (p. 194): "Nella realtà dinamica, che è quella che a noi interessa, l'impresa è in

La seconda porta a qualificare invece il profilo *soggettivo* di tale equilibrio, che tale può dirsi in relazione agli obiettivi di comportamento e di risultato perseguiti dal soggetto economico<sup>5</sup> e che quindi fa leva, alternativamente, su una *strumentalità interna* delle risorse generate, o invece su un loro *impiego esterno* all'impresa.

Il congiunto appagamento, in senso oggettivo e soggettivo, delle attese del soggetto di governo e degli altri soggetti coinvolti nella gestione aziendale, conferisce una "stabilità dinamica" al sistema aziendale<sup>6</sup>. Tale stabilità dinamica dischiude i suoi effetti da un lato garantendo un continuativo reintegro delle condizioni produttive consumate nei processi di gestione, dall'altro offrendo alternative occasioni di investimento per i detentori del capitale di comando.

1.2. Nella singola impresa, l'approntamento delle quantità utili per l'analisi dell'equilibrio economico è assicurato in modo diretto dall'*apparato informativo* localizzato in capo alla stessa e che ne accompagna il funzionamento.

Infatti, sulla base dei valori resi disponibili dal sistema di rilevazione, nonché di coerenti ipotesi afferenti la gestione futura, il soggetto di governo dell'impresa:

— compie le scelte in ordine alla determinazione delle quantità stimate e congettrate proprie dei processi di determinazione del reddito e del capitale di funzionamento;

— aggiorna e ridefinisce i piani e i programmi di gestione, rispetto ai quali si misura la capacità dell'impresa di permanere in condizioni

equilibrio, oggettivamente considerato, quando può realizzare anche una quantità minima di reddito, purché possa sperare, secondo le prospettive, di ampliare tale reddito entro una zona positiva di elasticità, il cui massimo è dato dal punto ove si verifica l'uguaglianza tra il costo marginale (dettato in funzione di ogni variazione) ed il prezzo di mercato. Ciò avviene quando la condizione di minimo non si realizza nel punto della massima economicità dell'andamento dell'impresa".

5. "Si tratta di una classe di condizioni che implica, dunque, la considerazione delle prospettive di evoluzione dell'impresa (e non solo di raggiungimento di meccaniche condizioni di minimo equilibrio tra ricavi e costi) nonché l'espressione di un giudizio complessivo formulato, essenzialmente, dai componenti del soggetto economico, tenuto conto delle aspettative degli interessi esterni aziendali". Così in M. Cattaneo, *Economia delle aziende di produzione*, p. 152.

6. "Le condizioni di equilibrio — si ribadisce con forza in A. Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, pp. 195-196 — non esprimono una situazione di quiete, ma le condizioni presunte di un moto futuro".

*soggettive* di equilibrio.

Queste circostanze rendono l'apprezzamento delle condizioni di equilibrio immediatamente conseguente alla determinazione delle quantità reddito e capitale esposte nelle sintesi di bilancio.

1.3. Nei gruppi di imprese, la verifica delle condizioni di equilibrio presenta una considerevole complessità, in relazione a tre aspetti correlati in modo stretto tra di loro.

1.3.1. Si tratta innanzitutto delle *modalità di determinazione* delle quantità *capitale e reddito di gruppo* necessarie per l'espressione del giudizio di equilibrio<sup>7</sup>.

I percorsi prevalentemente seguiti si riferiscono al *processo di consolidamento*, normalmente inteso come la tecnica di aggregazione e di raccordo<sup>8</sup> dei valori relativi a molteplici unità di produzione finalizzata alla determinazione di quantità aziendali, *in specie* economico-finanziarie, riferibili ad una unità economica di ordine superiore.

Esso si avvale di un duplice ordine di procedimenti sistematici:

— una *metodologia di integrazione* (o di *aggregazione*) dei valori secondo una logica sostanzialmente *additiva*, previa identificazione di classi omogenee nelle diverse unità aziendali coinvolte;

— una *tecnica rettificativa* volta a trasformare i *valori di aggregato* in *valori di sistema*, consentendo così di attribuire significato e-

7. Sui caratteri che tali quantità aziendali presentano nel contesto dei gruppi di imprese si rimanda ampiamente a P.E. Cassandro, *I gruppi aziendali*, pp. 267-283 e A. Tessitore, *Alcune riflessioni sui concetti di capitale e di reddito di gruppo*, *passim*.

8. La larga diffusione e la generalizzata accettazione, su scala internazionale, del termine "consolidamento" attribuito al processo di formazione del bilancio di gruppo non esimono dal ricordare che "si tratta di un neologismo di origine anglosassone ... Letteralmente sarebbe più corretto parlare di "bilancio integrato", ovvero di "bilancio unificato" (nel senso più proprio), senonché il termine "bilancio consolidato" è attualmente così radicato nella teoria e nella pratica di ragioneria da giudicare inopportuna e comunque inefficace ogni proposta di cambiamento. La stessa cosa vale per i termini da esso derivati, quali "consolidare" (riunire insieme, unificare) e "consolidamento" (l'atto corrispondente)", come osserva O. Paganelli, *Il bilancio di gruppo. Significato economico e procedimenti di formazione*, p. 31.

Comunque, si deve osservare fin d'ora che il detto processo riguarda *uno* — peraltro assolutamente prevalente — dei modi secondo i quali può essere approntato il *bilancio di gruppo*, al quale si può pervenire altresì attraverso un sistema informativo *originariamente orientato* a produrre informazioni di gruppo, in modo congiunto a quelle relative alle diverse unità aziendali, come si vedrà *infra*, al capitolo quarto.

conomico-aziendale alle sintesi compiute, in aderenza all'oggetto di indagine prescelto<sup>9</sup>.

1.3.2. In secondo luogo ha significato la *qualificazione* sia *delle risorse* sia *dei soggetti* con riguardo alle quali e per i quali esprimere i giudizi di equilibrio *oggettivo* e *soggettivo*, in una prospettiva di gruppo.

L'analisi sviluppata nel precedente capitolo aiuta a risolvere tale problema, se è vero che le diverse "teorie di gruppo" individuano secondo alternative concezioni tanto le *condizioni produttive di riferimento* quanto *i soggetti implicati nelle produzioni di gruppo*.

Le logiche sottese a tali "teorie" hanno peraltro un'implicazione diretta sul modo secondo cui viene approntato il processo di determinazione del *capitale* e del *reddito di gruppo*, termini di riferimento es-

9. Per una disamina della natura e dei caratteri dei processi di consolidamento si rinvia, per quanto riguarda la sola letteratura italiana e limitatamente ad apporti di tipo *istituzionale*, a: L. Azzini, *I gruppi aziendali*, p. 251 e ss.; P. Bastia, *La formazione del bilancio consolidato*, p. 26 e ss.; G. Bianchi, *Tecnica di consolidamento. Norme e procedure del bilancio consolidato*, p. 37 e ss.; T. Bonacina, I. Facchinetti, *Analisi del bilancio consolidato*, p. 165 e ss.; O. Cagnasso, P. Locatelli (cur.), *Il bilancio consolidato. Profili della disciplina*, p. 141 e ss.; R. Caramel, Coopers & Lybrand, *Il bilancio consolidato*, p. 123 e ss.; M. Caratozzolo, *Il bilancio consolidato di gruppo. Profili economici e giuridici*, p. 145 e ss.; P.E. Cassandro, *I gruppi aziendali*, p. 343 e ss.; P.E. Cassandro, S. Sarcone, *Il bilancio consolidato di gruppo*, p. 759 e ss.; Cndc, Cnr, *Principi contabili*, n. 17, *Il bilancio consolidato*, p. 120 e ss.; G.E. Colombo, G. Olivieri, *Bilancio d'esercizio e consolidato*, p. 736 e ss.; E. Colucci, F. Riccomagno, *Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato. Analisi e soluzioni tecniche*, p. 289 e ss.; F. Dezzani, *Il bilancio consolidato*, p. 793 e ss.; N. Di Cagno, *Il bilancio consolidato di gruppo*, p. 29 e ss.; Ipsosa, F. Lefebvre (cur.), *Bilancio consolidato*, p. 71 e ss.; L. Marchi, M. Froli, *Il bilancio consolidato*, p. 81 e ss.; P. Mella, *Il bilancio consolidato*, p. 27 e ss.; O. Paganelli, *Il bilancio di gruppo. Significato economico e procedimenti di formazione*, p. 63 e ss.; A. Paris, *Il consolidamento dei bilanci di esercizio*, p. 203 e ss.; F. Pepe, "Holdings", *gruppi e bilanci consolidati*; P. Pisoni, *Bilancio consolidato e settima direttiva Cee*, p. 55 e ss.; P. Pisoni, *Gruppi aziendali e bilanci di gruppo*, p. 199 e ss.; P. Pisoni, *Il bilancio consolidato*, p. 111 e ss.; D. Prandina, G. Palazzolo, *Il bilancio consolidato. Aspetti teorici e applicazioni pratiche*, p. 71 e ss.; A. Provasoli, *Il bilancio consolidato e lo schema di legge per l'attuazione della VII Direttiva comunitaria*, p. 238 e ss.; L. Rinaldi, *Il bilancio consolidato. Teorie di gruppo e assestamento delle partecipazioni*, p. 49 e ss.; S. Sarcone, *I bilanci consolidati di gruppo. Principi e tecnica della loro formazione*, p. 83 e ss.; S. Sarcone, *I gruppi aziendali. Strutture e bilanci consolidati*, p. 177 e ss.; F. Superti Furga, "Le ragioni del bilancio di gruppo", p. 374 e ss.; C. Teodori, *Il bilancio consolidato*, p. 622 e ss.; S. Terzani, *Il bilancio consolidato*, p. 133 e ss.; G. Verrascina, *Il bilancio di gruppo*, p. 95 e ss.

senziali nell'espressione dei giudizi di equilibrio.

1.3.3. L'aspetto più critico è infine rappresentato dalla *logica* secondo cui *comporre* il giudizio di equilibrio che può essere espresso dai vari soggetti partecipanti alle diverse società del complesso.

Ciò a motivo del fatto che, in un contesto di gruppo, si verifica una circostanza estranea alla singola impresa: ai portatori di interessi di capitale vengono normalmente attribuiti *livelli non omogenei di remunerazione*, in termini di rapporto tra il risultato di pertinenza e le risorse apportate dai vari soggetti.

Tali disomogeneità possono spingersi fino alla contemporanea presenza di *utili* e di *perdite* che ricadono rispettivamente sui *soci di maggioranza* e su quelli di *minoranza* (o viceversa) oppure, nell'ambito di questi ultimi, su *diversi soci di minoranza*.

Questa situazione, che certamente trova giustificazione nella difforme operatività e nel differenziato grado di rischio che connotano le diverse unità aziendali del gruppo, pone problemi interpretativi in ordine alla espressione di un giudizio di *sintesi* di equilibrio economico, sotto un profilo oggettivo e soggettivo, a valere per l'intero gruppo.

Nei contesti aziendali caratterizzati da una sola società, il *giudizio di equilibrio oggettivo*, a meno della non attendibilità dei bilanci d'esercizio oggetto di pubblicazione, *non varia in relazione al soggetto che lo esprime*. Il giudizio di equilibrio soggettivo è invece prerogativa di chi formula i programmi di gestione dell'impresa per il conseguimento del fine aziendale ed ha la responsabilità di indirizzo<sup>10</sup>. Ciò non toglie che certamente ciascun socio possa comunque avere istanze differenziate e riponga quindi attese distinte in relazione alle varie realtà cui partecipa<sup>11</sup>, esprimendo quindi *soggettivamente* giudizi di congruità o di incongruità della remunerazione ottenuta e quindi di avallo o di censura della politica perseguita dal soggetto di governo.

Nei gruppi di imprese, invece, *lo stesso giudizio di equilibrio oggettivo può presentare connotazioni diverse in relazione al livello cui ci si riferisce*, per il fatto che ciascun socio delle varie consociate di gruppo trova remunerazione non in relazione all'andamento del complesso, ma a quello dell'ambito particolare cui partecipa, che d'altra

10. Si veda M. Cattaneo, *Economia delle aziende di produzione*, p. 155.

11. Si veda M. Cattaneo, *Il bilancio d'esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, pp. 12-14.

parte non può non essere pensato se non *nel* gruppo.

Ne consegue che in presenza di una *difformità di andamenti*, relativi alle *singole unità elementari del complesso*, il giudizio complessivo non può certo essere desunto per semplice ponderazione dei giudizi parziali, ma richiede un elaborato ragionamento sulle condizioni di svolgimento della gestione dell'intero complesso.

Ci si dovrà chiedere dunque se sia possibile parlare di equilibrio (o se sia necessario parlare di disequilibrio) di gruppo in presenza di esiti reddituali differenziati in vari ambiti del sistema, che conducono a configurare situazioni localizzate di utile (a livello di *singole unità aziendali* o di *sottogruppi* o di *raggruppamenti* dell'intero complesso<sup>12</sup>) e, per altri ambiti, di perdita.

12. Ci si riferisce quindi, oltre che a situazioni relative a distinti ambiti societari (*unità aziendali*), a porzioni dell'intero complesso identificate in relazione a catene di controllo azionario e unificate dalla comune riferibilità ad una sottocapogruppo, deputata a svolgere la sola detenzione delle quote o anche una funzione di indirizzo delle unità subordinate (*sottogruppi*).

In alternativa, è possibile identificare altresì porzioni dell'intero complesso che appaiano funzionalmente collegate non tanto (o non soltanto) per un vincolo di partecipazione azionaria, ma in relazione alla comunanza del progetto competitivo perseguito per effetto della complementarità delle produzioni (*raggruppamenti*) e, quale che sia il posizionamento nelle catene di controllo azionario, comunque dirette dalla *holding* secondo le diverse logiche del "governo di imprese" ovvero del "governo di risorse" più sopra presentate.

sazione) nel sistema dei valori riferiti all'*insieme* delle imprese considerate. Tale incidenza difforme si riflette peraltro sul livello degli oneri finanziari che vengono assorbiti dalla gestione nelle varie unità del complesso.

3.5. Il recupero di una visione compiuta dell'economicità delle controllate, non frazionata cioè nella sola quota di maggioranza, consente dunque in questa fattispecie di poter sottoporre a verifica le condizioni di equilibrio economico anche sotto un profilo *soggettivo*.

La capogruppo e il suo *dominus* hanno infatti gli elementi per poter valutare l'attitudine dei risultati complessivi a supportare i *piani di gruppo*, essendo le attese dei soci di minoranza assolute come vincolo al perseguimento degli obiettivi primari e inserite, attraverso adeguate ipotesi, nel calcolo economico-finanziario.

Il *focus* dell'attenzione si sposta dunque dalle «sole» convenienze della capogruppo — come si è visto nella precedente concezione — alle controllate, delle quali è apprezzabile la possibilità di uno sviluppo o la necessità di contrazione in relazione ai fabbisogni complessivi legati al ciclo produttivo, la cui realizzazione può trovare verifica giusti i vincoli legati alla presenza delle minoranze.

In ogni caso, la prospettiva di osservazione non è soltanto quella della convenienza soggettiva della capogruppo. O meglio, essa si coniuga necessariamente con quella degli altri soggetti terzi ed ha per oggetto unità aziendali unitariamente considerate.

#### **4. L'equilibrio economico nelle concezioni che riconoscono il ruolo delle minoranze quali interessi istituzionali primari**

4.1. I termini di apprezzamento dell'equilibrio economico mutano in modo significativo quando non soltanto ciascuna delle società controllate viene considerata nella sua identità, ma non vengono stravolti o disattesi il ruolo e la posizione (in una parola la *soggettività*) dei suoi partecipanti, finalmente identificati quali apportatori di capitale di rischio e idealmente assimilati, per alcuni aspetti, ai soci di minoranza



della *holding*<sup>60</sup>.

Tale logica accomuna la *teoria modificata della capogruppo* e la *teoria dell'entità* i cui caratteri, comuni e differenziali, possono essere così sintetizzati.

4.1.1. Il *processo di integrazione* si fonda — per entrambe le visioni in discorso — su una aggregazione di valori patrimoniali e reddituali che comprende l'*integralità* di ogni valore pertinente le minoranze sia nelle attività e passività, sia nei componenti positivi o negativi di reddito.

La condivisione, secondo le due visioni anzidette, dei caratteri propri del processo di integrazione non si accompagna tuttavia al medesimo criterio di valutazione degli elementi patrimoniali.

Il principio di misurazione a costo che ispira la redazione dei bilanci particolari delle unità aggregate caratterizza infatti in modo pienamente coerente la *sola* visione centrata sulla *modificazione della teoria della capogruppo*, in modo collimante ai principi già presentati per la concezione «della capogruppo» più sopra esaminata.

Diversamente, la visione centrata sull'*entità* assume il prezzo-costo, che si forma nello scambio sulla base del quale ha vita il rapporto genetico di gruppo, come sintomatico di un *valore corrente* di complesso.

Tale *valore corrente* è riferito *anche* ai soci di minoranza, ai quali viene pertanto esteso (o meglio «estrapolato») in sede di rappresentazione contabile consolidata, attraverso un accrescimento degli elementi del capitale e dell'avviamento in misura proporzionale al maggior costo sostenuto dalla maggioranza in sede di acquisto del pacchetto di controllo<sup>61</sup>. Invero, anche chi — pur accogliendo la concezione

60. L'assimilazione è *in vero non del tutto compiuta* sia su un piano interpretativo sia su quello della connessa rappresentazione contabile, se si considera in effetti che i soci di minoranza della *holding* fanno comunque parte del capitale di maggioranza di gruppo, mentre i soci di minoranza delle società controllate possono, al più, trovare collocazione nell'ambito del capitale netto di gruppo, in posta comunque separata dal capitale di controllo.

Si ribadisce, in effetti, che la diversa posizione riflette anche rischi difformi: le minoranze della *holding* partecipano al rischio relativo all'intero gruppo; le minoranze delle consociate, invece, partecipano soltanto al rischio che si manifesta a livello locale.

61. La logica di fondo è bene esposta in Fasb, *Discussion memorandum — Consolidation Policy and Procedures*, p. 61, § 229 ove si osserva che: «Persons holding

dell'entità — si oppone a tale estensione, lo fa non già in forza all'ancoramento ad un principio di costo, posto che il criterio di riferimento appare quello del cosiddetto *fair value*<sup>62</sup>, ma sulla base di difficoltà *di tipo empirico* insite nello stesso processo di estrapolazione<sup>63</sup>.

Tali diverse logiche di fondo si riflettono dunque inevitabilmente anche sul trattamento delle differenze emergenti nel processo di consolidamento delle partecipazioni le quali appaiono pertanto:

that view believe that the transaction that broadened the reporting entity is an exchange that provides a valid basis to recognize and measure all of the assets and liabilities of the newly acquired subsidiary, including all of its goodwill. The transaction that gave the parent control over the subsidiary, in effect, made the parent accountable for all of the subsidiary's assets and liabilities — not just the tangible ones and not just the parent's proportionate share of the subsidiary's assets and liabilities. Consolidated financial statements should include all of the assets and liabilities for which the controlling party is accountable. Furthermore, in the case of a step acquisition of a subsidiary, the purchase of shares that gave the parent control of the subsidiary provides an objective measure, unless there is evidence to the contrary, of the fair value of the other shares of the subsidiary that the parent had purchased before it obtained control».

62. Si deve constatare comunque che anche la prospettiva del *fair value* non corrisponde ad un passaggio del tutto compiuto ad una concezione di *valore corrente* di mercato, perché in ogni caso, nella tradizione anglosassone, lo stesso *fair value* è fondato su una prospettiva di osservazione che fa capo all'impresa acquirente.

63. Come è possibile verificare in Fasb, *Discussion memorandum — Consolidation Policy and Procedures*, p. 62, § 231, i problemi maggiori sembrano legati non già a questioni di ordine concettuale e di fondamento del sistema contabile, ma piuttosto all'attribuzione dei maggiori valori agli elementi del capitale, peraltro solo a quelli di natura *immateriale*, non iscritti nella contabilità e nel bilancio delle controllate: «Traditionally there has been a reluctance on the part of accountants to attribute a portion of the purchase price of an acquired company to identifiable intangible assets other than goodwill. This reluctance arises, in part, because the identifiable intangible assets generally are not on the books of the acquired company, so they are easier to overlook or ignore than tangible assets. The reluctance arises because of difficulties in measuring the fair values of some identifiable intangible assets. And the reluctance also arises because most intangible assets other than goodwill have useful lives shorter than 40 years and therefore would have to be amortized over those shorter lives rather than over the maximum 40-year amortization period for goodwill».

Anche coloro che manifestano una preferenza per valori effettivamente negoziati muovono obiezioni di tipo pragmatico, osservando comunque che (§ 233) «a purchase transaction has taken place that has given the parent control over a broader group of assets and liabilities. They concur with recognizing all of the subsidiary's identifiable assets and liabilities other than goodwill at their fair values at the time the parent-subsidiary relationship is established ... but they disagree with recognizing the goodwill pertaining to the noncontrolling interest. In their judgment, the fair value of all of the goodwill of an entity cannot be reliably inferred from the price paid to purchase a controlling interest in (but less than all of) an entity because the price may include a "control premium" paid by the parent to gain control of the subsidiary».

a. legate — nella concezione della teoria modificata della capogruppo — al differenziale tra la valorizzazione delle partecipazioni e la quota-parte di capitale netto della controllata e vengono riconosciute, allorquando fondate economicamente, in misura correlata al prezzo-costo pagato dalla *holding* per l'acquisto della quota di patrimonio netto della partecipata;

b. esposte con riguardo sia alla quota della maggioranza, sia a quella della minoranza per effetto dell'estrapolazione sopra detta, nel caso di teoria dell'entità, con la pretesa di accogliere nel sistema di rilevazione consolidata un *goodwill* non espresso sulla sola base del prezzo pagato<sup>64</sup>.

4.1.2. Avuto riguardo alle scelte predette, le quote di capitale di minoranza vengono rappresentate<sup>65</sup>:

— nell'ambito di una posta autonoma, intermedia tra il capitale netto di gruppo e le passività consolidate, nel caso di teoria modificata della capogruppo; le quote di minoranza sono esposte quindi per il loro valore contabile emergente dalle risultanze di bilancio delle singole unità controllate. Coerentemente a tale logica, la quota-parte della minoranza dell'utile di gruppo, che trova accoglienza in stato patrimoniale nell'ambito della stessa posta in cui è rappresentato il capitale di minoranza, va a dedurre il risultato consolidato complessivo esposto nel conto economico consolidato, ai fini della rappresentazione, quale utile di gruppo, della sola quota differenziale di pertinenza della maggioranza;

— nell'ambito del patrimonio netto del complesso, in una posta specifica riguardante le minoranze, nel caso della visione centrata sull'entità; le quote di minoranza sono ragguagliate, in base al saggio di interessenza delle stesse minoranze, al valore attribuito agli elementi patrimoniali attivi e passivi computati sulla base della estrapolazione

64. Si veda, per questi aspetti, M. Moonitz, *The Entity Theory of Consolidated Statements*, p. 58 e ss. Si veda altresì A. Tessitore, *Finalità, metodologie e contenuti del bilancio consolidato*, pp. 349-350, in particolare la nota 22.

65. Particolarmente efficace è l'esposizione comparativa contenuta in J. Raffegaud, P. Dufils, J. Corre, D. de Ménonville, *Comptes consolidés. Solutions françaises et internationales*, pp. 58-61 e la tavola sinottica ivi contenuta (p. 62). Osservano in ogni caso tali Autori, per quanto riguarda la visione centrata sull'entità, che «Il s'agit de représenter en coûts historiques un ensemble économique et non d'en montrer la valeur économique».

del prezzo pagato dalla controllante. Infine, l'utile netto di pertinenza delle minoranze è coerentemente computato sia come parte del netto nello stato patrimoniale consolidato, sia come risultato consolidato complessivo, nel conto economico consolidato.

4.1.3. Le *tecniche di rettifica* prevedono, per entrambe le visioni di cui si tratta:

— una *modalità integrale di elisione delle partite intersocietarie* in modo coerente al metodo impiegato nel processo di integrazione;

— l'eliminazione *integrale* anche degli utili *infragruppo*, relativamente cioè sia alla quota della capogruppo sia a quella delle minoranze: entrambe le quote suddette vengono dedotte dalle diverse componenti (di maggioranza e di minoranza) del risultato economico, distinte sulla base della quota di interessenza che la *holding* detiene in ciascuna controllata<sup>66</sup>.

4.2. Il problema centrale riguardo al giudizio di equilibrio economico di gruppo risiede nel modo secondo cui deve essere considerato *l'intreccio delle remunerazioni del capitale* ai vari livelli della catena di controllo.

In effetti, il riconoscimento delle soggettività dei soci di minoranza si collega naturalmente ad un'attesa di remunerazione di *tutti* i soggetti coinvolti nella gestione, a qualunque livello essi facciano riferimento e quale che sia il ruolo che essi, e le unità cui pertengono, rivestono nell'economia di gruppo.

D'altra parte, lo svolgimento di un'attività complessa e articolata come quella di gruppo non necessariamente è compatibile, nelle susseguenti fasi di sviluppo dei *business* posti in essere, con l'equilibrio di tutte le unità aziendali che lo compongono e che in successione programmata, o invece per esiti contrastanti con l'intendimento del

66. Riguardo alla modalità di eliminazione degli utili infragruppo propria della visione centrata sulla teoria modificata della capogruppo, annota S. Zambon, *Entità e proprietà nei bilanci di esercizio*, p. 271 che «Tale operazione viene condotta secondo le modalità proprie della teoria dell'entità ... in questo caso la superiore praticità dell'eliminazione integrale degli utili infra-gruppo, rispetto ad una meramente proporzionale, ha finito per prevalere nella prassi di consolidamento, nonché nelle opinioni dottrinali, pur costituendo di per sé un'opzione tecnica concettualmente non coerente in relazione all'originario "tessuto" teorico della proprietà».

*management*, possono persistere in condizioni di perdita in un esercizio o in una successione di esercizi.

Ci si chiede allora se e in quali circostanze l'equilibrio economico del complesso considerato nella sua globalità possa non accompagnarsi a quello delle unità aziendali che lo costituiscono o quantomeno di alcune di queste.

O, viceversa, se pur in presenza di equilibrio nelle varie unità aziendali, possa non aversi equilibrio dell'insieme.

4.3. Al fine di dare risposta a questi interrogativi si identificano nella figura 3.1 quattro situazioni nelle quali si mette in luce la correlazione fra l'equilibrio economico delle singole unità aziendali e l'equilibrio economico percepito a livello complessivo, cioè con riguardo a valori consolidati di riferimento.

È dunque di interesse l'analisi delle situazioni tipiche identificate nei quattro quadranti, cui farà seguito, più oltre nella trattazione, l'osservazione dei «percorsi» che possono contraddistinguere il deterioramento delle situazioni di equilibrio economico.

Il problema di fondo consiste nel verificare in quali delle quattro situazioni, talora in relazione, talora indipendentemente dall'equilibrio economico percepito a livello di complesso, si possa parlare di un autentico *equilibrio economico di gruppo*.

4.3.1. Il *primo quadrante* di tale figura corrisponde a condizioni di svolgimento della gestione che assicurano la remunerazione dei soggetti partecipanti alle unità aziendali componenti il gruppo, *indipendentemente* dal modo secondo cui avviene il processo di distribuzione del valore all'interno del medesimo.

La presenza di un sistema di prezzi di trasferimento finalizzato ad una particolare allocazione delle risorse non pregiudica dunque il livello di soddisfacimento dei vari *stockholder*, avuto riguardo alle remunerazioni correnti e alle attese degli stessi.

Quale che sia il grado di dipendenza delle singole unità dal sistema di produzione del gruppo, non solo per ciascuna di esse sussiste la possibilità di soddisfare i propri interlocutori sociali, ma le condizioni di svolgimento della gestione sono adeguate a sorreggere lo sviluppo dell'intero gruppo, secondo i piani e programmi elaborati dal soggetto di governo.

Fig. 3.1 - Relazione fra l'equilibrio economico percepito su base consolidata, a livello di complesso, e quello osservato nelle unità aziendali che lo compongono

|   |                   | <i>Risultato economico percepito a livello di complesso</i>       |  |
|---|-------------------|---|--|
|   |                   | <i>Utile</i>  | <i>Perdita</i>   |
| <i>Risultato economico in tutte le unità aziendali del gruppo</i> | <i>Utile</i>      | Armonico sviluppo delle gruppo e delle consociate<br><br><i>I</i> | Risultati consolidati influenzati da operazioni interne non realizzate<br><br><i>II</i>                      |
|   | <i>Perdita(*)</i> | <i>IV</i><br><br>Asimmetria negli esiti reddituali della gestione | <i>III</i><br><br>Deterioramento strutturale nelle condizioni di funzionamento del gruppo e delle consociate |

(\*) Ci si riferisce al fatto che l'equilibrio economico non è raggiunto in *tutte* le unità. Si tratta quindi sia di situazioni in cui coesistono unità aziendali in equilibrio e unità in disequilibrio, sia di situazioni di disequilibrio generalizzato per tutte le unità del complesso.

In questa fattispecie, l'equilibrio di complesso *non è dunque ottenuto a discapito* di quello delle unità controllate o dei soci di minoranza, *ma si fonda* sulla possibilità di un *equilibrato sviluppo dell'insieme*: esso alimenta la fiducia dei vari soggetti già partecipanti e favorisce l'aggregazione di nuove forze e di nuove risorse ai vari livelli, in quanto il successo reddituale diffuso a tutti gli ambiti del gruppo rafforza la credibilità e la legittimazione delle singole unità operative.

In sintesi, l'*equilibrio economico del gruppo* si fonda sulla operatività delle unità consociate, rende coeso il complesso e ritrasmette alle varie unità aziendali una vitalità economica rafforzata dall'equilibrio dell'insieme, secondo un modello nel quale *economicità di gruppo* ed *economicità delle varie unità controllate* si sostengono reciprocamente.

4.3.2. La situazione del tutto opposta, di cui al *III quadrante*, riguarda invece un livello tale di deterioramento delle condizioni di svolgimento della gestione in alcune consociate, per cui la situazione di *perdita* strutturale di molteplici unità aziendali non può essere compensata dalla temporanea riallocazione interna dei risultati volta a rilanciare le unità che presentano le maggiori possibilità di recupero.

Il sistema nel suo complesso *consuma ricchezza* o *la stessa non si accresce* o in ogni caso *non si accresce in misura adeguata* ai programmi e al rischio della gestione di gruppo.

In tali condizioni appare comunque pregiudicata la possibilità, per il gruppo e per le unità che lo compongono, di permanere nel tempo, a meno di un profondo ripensamento organizzativo o competitivo, oppure di un riassetto economico-finanziario delle condizioni di svolgimento della gestione.

In talune situazioni, tuttavia, il soggetto economico non provvede alla ristrutturazione di *tutte* le unità ma concentra i propri sforzi *soltanto su quelle* che, per il peso relativo nell'ambito del complesso e per la posizione centrale e trainante che rivestono, siano successivamente in grado di ribaltare gli equilibri delle altre consociate e dell'intero gruppo.

4.3.3. Le situazioni di cui al *II quadrante* riguardano contesti nei quali l'equilibrio economico conseguito e verificato in *tutte* le consociate non rappresenta una condizione sufficiente per assicurare

l'equilibrio economico oggettivo del complesso.

Ci si riferisce in particolare a un congenito «difetto» insito nelle modalità di apprezzamento degli equilibri locali, in ragione dell'assenza, nei sistemi contabili delle singole unità operative, di un riferimento al realizzo delle operazioni all'esterno del complesso allorquando sussista un ampio sistema di transazioni interne di beni e servizi; questa condizione è invece essenziale, come si è visto, per la determinazione dell'utile di gruppo.

Tale peculiarità appare connessa alla riconosciuta autonomia giuridico-patrimoniale propria delle diverse consociate, che trova convalida sul piano della responsabilità oggettiva e soggettiva degli amministratori delle varie società, anche in ordine alla rendicontazione periodica, e che non è intaccata neppure dalla possibilità di perdita della responsabilità limitata in ipotesi di controllo totalitario, in quanto tale fattispecie trova verifica quando si abbia un deterioramento *definitivo* dell'equilibrio economico-finanziario, ormai sfociato in condizioni di insolvenza<sup>67</sup>.

La situazione appare per di più aggravata dal fatto che non sussiste alcuna preclusione alla distribuzione degli utili non effettivamente conseguiti su base consolidata<sup>68</sup>.

67. Per un'analisi dei più rilevanti problemi insiti nell'insolvenza di gruppo si veda F. Corsi, *L'insolvenza nel gruppo*, pp. 1057-1067 e la recente giurisprudenza ivi citata.

68. Una situazione, compatibile con il secondo quadrante della matrice, che preclude il raggiungimento dell'equilibrio di gruppo, *solo in senso soggettivo*, fa inoltre riferimento alla presenza di processi di misurazione contabile che portino alla «replicazione a monte» del risultato economico accertato in una o più delle unità a valle della catena di controllo e in assenza di un sistema distributivo dell'utile. Ci si riferisce in particolare ai processi valutativi delle partecipazioni secondo la logica dell'*equity*, nei quali si istituisce una correlazione tra le risultanze delle società; al riguardo si veda *supra* il paragrafo 2.3 di questo stesso capitolo.

Tali processi sopperiscono in unità operative a monte l'incapacità delle stesse di generare ricchezza *motu proprio* (restano naturalmente escluse da questo tipo di critica le imprese che *istituzionalmente* impiegano i propri mezzi nel controllo di altre unità di produzione, quali le società finanziarie) e possono operare un *trasferimento* anche *simultaneo* degli esiti propri di un certo livello della catena di controllo a tutti i livelli soprastanti. Il meccanismo è tecnicamente favorito dall'approvazione di rendiconti annuali in modo graduale, antergando l'approvazione dei bilanci delle società a valle della catena di controllo. Attraverso lo stesso meccanismo, utilizzato però in senso opposto, è possibile anche ritardare per un esercizio la confluenza di tali risultati nei bilanci a monte; ciò può verificarsi se, in un certo esercizio, venga giudicato eccedentario il risultato economico attribuibile alla capogruppo o ad un'impresa collocata ad un livello



Nelle situazioni di cui al secondo quadrante, dunque, il disequilibrio percepito attraverso la strumentazione consolidata *corrisponde a un effettivo disequilibrio di gruppo*, in quanto il flusso tecnico-produttivo ha conseguito realizza, esternamente al gruppo, in misura non sufficiente a sostenere l'intero processo.

La constatazione non contrasta con l'apparente redditività positiva percepita a livello di singola unità aziendale, che si fonda in ogni caso su una circolazione di beni e servizi interna al gruppo (o alla imputazione di utili successivamente attribuibili) e che può accompagnarsi addirittura alla *distruzione di ricchezza* per il complesso, allorché si proceda alla distribuzione di risultati intermedi, in assenza di un *effettivo realizzo*.

Ne consegue che il diritto soggettivo delle minoranze alla percezione dell'utile della consociata, a motivo del legame istituzionale che collega tali soci alle rispettive unità aziendali, appare porsi strutturalmente in contrasto con la preservazione delle condizioni economiche di complesso, fino a che i beni e servizi oggetto di produzione non vengano esitati al di fuori del gruppo.

D'altra parte, è altresì vero che il concorso assicurato dalla minoranza azionaria alla produzione in una unità del gruppo risulta relativamente indipendente dall'articolazione sia *societaria*, sia *tecnico-operativa* delle unità poste a valle nella filiera di produzione.

In effetti, le scelte in ordine alla composizione proprietaria e quelle che si riferiscono alla estensione, più o meno profonda, dei «confini organizzativi» delle varie unità, sono prese dal soggetto di governo in funzione di obiettivi ed esigenze che travalicano i limiti delle singole unità operative<sup>69</sup>.

intermedio della catena di controllo.

Sempre sul piano del solo *equilibrio soggettivo*, inoltre, la predetta distonia tra equilibrio economico delle consociate e di gruppo si ha quando la distribuzione dei risultati conseguiti dalle varie unità ai propri soci di minoranza, per effetto delle pressioni da questi ultimi esercitate, mentre appaga un'istanza di remunerazione immediata, ostacola o addirittura non consente i programmi di sviluppo che il soggetto di governo ha progettato per il sistema nel suo insieme.

In tali casi, il soggetto economico del gruppo vede interrotta la possibilità di crescita del sistema, proprio in relazione al meccanismo che invece ha consentito la realizzazione del progetto originario e cioè un elevato livello di partecipazione delle minoranze.

69. Ci si riferisce a confini di tipo «organizzativo», secondo la visione che prevede di ricercare l'influsso dei sistemi di governo sui meccanismi decisionali di unità an-

Se il soggetto di governo progetta un'estensione a valle della catena di produzione, appare assai difficile sostenere che questa scelta possa *automaticamente ritardare* la distribuibilità del risultato ai soci di minoranza delle società poste a monte.

Mentre in ogni caso appare non giustificabile sotto un profilo economico-aziendale il prelevamento di quote di utili da parte del soggetto di maggioranza, se e nella misura in cui gli stessi non siano ancora realizzati a livello complessivo e in relazione alle scelte di assetto di gruppo compiute dallo stesso soggetto, il prelevamento di utili da parte di soggetti di minoranza si presenta:

— non compatibile con la visione che vede nel gruppo una entità, per effetto di una relativa assimilazione dei soci di minoranza a quelli che detengono quote non di comando nella *holding*;

— non contrastante invece con la visione che riconosce, nel gruppo, sia l'identità istituzionale delle controllate sia il ruolo della minoranza, sempre che i trasferimenti interni abbiano avuto luogo sulla base di prezzi compresi tra il costo di produzione per le unità cedenti e il valore corrente di mercato dei beni trasferiti.

In questo caso, la remunerazione dei soci di minoranza, che riduce il capitale netto del complesso, esprime la misura delle risorse che dovrebbero essere reintegrate dal soggetto di governo al fine di preservare il capitale iniziale complessivo di gruppo, in relazione al fatto che il soggetto economico ha coinvolto nell'iniziativa altri portatori di capitale di minoranza.

Si tratta di un reintegro *temporaneo* quando il successivo esito del ciclo tecnico-economico determina un realizzo definitivo delle produzioni di gruppo, per valori superiori a quelli ai quali sono stati trasferiti alle unità a valle.

che formalmente esterne, attraverso meccanismi di accordi fra imprese, che tendono a ridurre l'incertezza e i costi di transazione (secondo l'impostazione che discende da O.E. Williamson, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, più volte ripresa e sviluppata anche nella letteratura italiana, fra gli altri, da: P. Bastia, *Gli accordi tra imprese. Fondamenti economici e strumenti informativi*; G. Dioguardi, *Nuovi modelli organizzativi per l'impresa*; R. Fiocca (a cura di), *Imprese senza confini. Sviluppo e nuove forme di alleanze fra aziende*; R.C.D. Nacamulli, A. Rugiadini (cur.), *Organizzazione & Mercato*).

Nella fattispecie di cui si tratta, il meccanismo che rende possibile l'allargamento dei «confini organizzativi» è rappresentato dal vincolo istituzionale proprio del rapporto di controllo.

È invece un reintegro *definitivo* quando l'esito dei processi produttivi concentra a valle della catena il *mancato realizzo (definitivo)* o il *non conveniente realizzo* dei processi posti in essere<sup>70</sup>.

4.3.4. Il *quarto quadrante* identifica invece tutte le condizioni di *asimmetria* negli esiti reddituali della gestione, riconducibili a loro volta a due contesti assai diversi fra di loro:

— un fisiologico andamento difforme delle diverse componenti del gruppo, vuoi per l'appartenenza delle medesime ad ambiti competitivi non omogenei, vuoi per una differenziata efficacia dell'azione del *management* che opera nelle diverse unità operative;

— processi governati dalla capogruppo che *inducono e determinano* vantaggi differenziali in taluni ambiti delle catene di controllo ovvero *disomogeneità di risultati*, a parità di altre condizioni, attraverso l'impiego di strumenti di controllo operativo del gruppo o di regolazione delle transazioni interne ed esterne.

La situazione qui tipizzata è quella nella quale più critica è la discriminazione tra le situazioni di *equilibrio* e di *disequilibrio* di gruppo.

Ciò non solo o non tanto in ragione della possibile insufficienza quantitativa del flusso reddituale complessivo generato dal sistema (nella fattispecie negata, ed affermata invece riguardo al terzo quadrante), ma invece dall'esistenza di condizioni di asimmetria che pongono un duplice ordine di problemi:

a. se, in via preliminare e generale, una volta assunta la predetta concezione a base del gruppo, quella cioè che dà rilievo tanto alla identità istituzionale delle controllate quanto al ruolo dei soci di mino-

70. Nel caso di mancato equilibrio su un piano soltanto soggettivo di cui si è detto nella precedente nota n. 68, per effetto del trasferimento interno di dividendi a partire dalla unità di più elevato livello della catena fino alla capogruppo, la distribuzione di un risultato collimante alla quota-parte dell'utile di spettanza dell'unità a monte non è invece suscettibile di produrre una riduzione dei mezzi apportati rispetto alla loro misura all'inizio dell'esercizio (come poteva avvenire nella precedente fattispecie), ma li riporta al più alla consistenza iniziale.

Ciò perché, in questi casi, è comunque conseguito l'equilibrio oggettivo di gruppo. Ne consegue che quanto maggiore è la presenza, ai vari livelli del capitale di gruppo, di soci di minoranza che manifestano legittime attese di remunerazione dei propri apporti, tanto più lenta è in tali fattispecie la possibilità di crescita durevole del capitale di gruppo.

ranza ad esse facenti capo, sia possibile parlare di equilibrio di gruppo anche quando *non sono soddisfatte le attese di tutti i soci partecipanti al capitale*; se cioè sia possibile parlare di equilibrio oggettivo in presenza di un utile a livello complessivo di gruppo, scomponibile tuttavia in due componenti di segno opposto: un risultato positivo di pertinenza della maggioranza ed uno negativo di pertinenza delle minoranze;

*b.* in via particolare, quale intreccio o combinazione di remunerazioni positive e negative appaia compatibile con la sussistenza dell'equilibrio medesimo.

Avuto riguardo alla composizione delle linee di controllo lungo le quali si può snodare il gruppo, è possibile affermare che:

— alla situazione di asimmetria tra la remunerazione della maggioranza e quella delle minoranze corrisponde l'assenza del raggiungimento dell'equilibrio in tutte le controllate;

— a sua volta, la condizione di asimmetria predetta può configurare situazioni di maggiore gravità a livello di singola società, quando il disegno organizzativo di gruppo si snoda lungo *linee orizzontali* di controllo, cioè con una pluralità di controllate tutte di primo livello sottostanti la *holding* o con una pluralità di sottogruppi anche con attività non correlata. In tali casi, infatti, il risultato netto complessivamente di pertinenza delle minoranze potrebbe emergere dalla *compensazione* di posizioni a loro volta profondamente differenziate.

La risposta al quesito posto, se cioè si possa davvero parlare di equilibrio di gruppo in tale situazione, non può essere risolta alla sola luce degli assunti su cui si fonda la concezione in discorso. È infatti impossibile giudicare *a priori* in che modo le forze centripete disgreganti insite in un sistema complesso possano far venire meno la continuità del medesimo, nel momento in cui non sia assicurata la remunerazione degli apporti soggetti al rischio tipico dell'unità aziendale cui si riferiscono, naturalmente non disgiunto da quello di gruppo.

## **5. L'interpretazione delle asimmetrie interne ai fini della comprensione dell'equilibrio economico di gruppo**

### **5.1. Il problema della comprensione delle situazioni di asimmetria**

economica di gruppo si pone, come si è visto, con particolare riguardo al *quarto* quadrante presentato nella figura 3.1.

Infatti, nelle situazioni di cui al *primo* e *terzo* quadrante, il soddisfacimento o il mancato soddisfacimento delle condizioni oggettive o soggettive di equilibrio economico non pone dubbi in ordine alle stesse, una volta che siano stati risolti in modo corretto i problemi di determinazione delle quantità capitale e reddito su base consolidata e una volta che il soggetto economico abbia formulato i propri piani e programmi di gestione, condizione questa essenziale per l'apprezzamento delle condizioni *soggettive* di equilibrio.

In tali casi, infatti, l'utile (o la perdita) consolidato, che si accompagna all'utile (o alla perdita) nelle varie unità del complesso, qualifica situazioni di equilibrio (o di disequilibrio) di gruppo, stante la possibilità (o l'impossibilità) di soddisfare gli interessi dei soci, che si pongono in via residuale in capo a ciascuna delle realtà societarie operanti nel gruppo.

Certamente anche nelle situazioni di disequilibrio di cui al *terzo quadrante* è possibile la presenza di *asimmetrie interne* cioè di «sacche di utile» nell'ambito del complesso, ma il giudizio di disequilibrio discende dalla impossibilità per il gruppo di preservare *indefinitamente* nel tempo le condizioni di struttura e di funzionamento del complesso.

Allo stesso modo, le situazioni di cui al secondo quadrante si caratterizzano per un risultato consolidato negativo (*disequilibrio oggettivo di gruppo*) o insufficiente (*disequilibrio soggettivo di gruppo*), rispetto alle attese dei soci. E ciò, si badi bene, indipendentemente dalla direzione dei flussi interni e dei correlati utili (o perdite) interni da eliminare integralmente in sede di consolidamento<sup>71</sup>.

71. Osserva E. Cinque, *Le transazioni intragruppo nel bilancio consolidato*, p. 73 — relativamente ad una visione che fa premio sull'entità del gruppo — che «la soluzione più coerente appare quella dell'eliminazione integrale, qualsiasi sia la “direzione” delle transazioni e cioè siano esse *downstream*, *upstream* oppure *lateral*. Operando in questo modo, il valore attribuito agli interessi di minoranza nel bilancio consolidato finisce col differire da quello desumibile dai singoli bilanci d'esercizio delle sussidiarie (in termini sia di patrimonio netto sia di reddito di loro pertinenza), in quanto risente degli effetti dell'eliminazione dei margini apportati in sede di consolidamento. Le variazioni del risultato d'esercizio e del patrimonio netto delle sussidiarie causate da tali elaborazioni, non essendo influenzate dalla presenza delle minoranze, ricadono su entrambe le categorie di interessi, in proporzione alle percentuali di possesso».

Più delicato è invece l'esame della situazione, o meglio, delle situazioni di cui al *quarto quadrante* della figura 3.1.

Infatti, la presenza contemporanea di un *utile percepito a livello di complesso* con il mancato equilibrio economico in tutte le unità aziendali è esplicativa di situazioni di disomogeneità i cui *esiti* non possono essere percepiti in modo indifferenziato, ma che trovano sintesi in tre dei quattro quadranti della successiva figura 3.2, nella quale si prospettano alternativi risultati economici in capo alla controllante e ai soggetti di minoranza e con riguardo alla quale si interpretano le condizioni di *equilibrio* o di *disequilibrio asimmetrico* di gruppo.

5.2. La *prima situazione* è propria di condizioni di gruppo nelle quali la presenza di unità in perdita non pregiudica, complessivamente, la possibilità del complesso di dare remunerazione alle minoranze azionarie.

Sebbene tale circostanza non assicuri di per sé che i soggetti di minoranza trovino *tutti* soddisfazione alle proprie attese, poiché non necessariamente i soci che conseguono perdite in una consociata sono gli stessi che maturano utili in altre consociate di gruppo, tuttavia questa particolare circostanza consente di escludere, su *un piano allargato al complesso*, una *generalizzata* appropriazione di utili da parte della *holding*<sup>72</sup>, attraverso manovre sui prezzi interni, tali da attrarre i risultati positivi ove maggiore è l'interessenza della capogruppo e di accentrare le perdite ove più forte è la presenza delle minoranze.

D'altra parte, la verifica in ordine all'equilibrio delle varie unità va necessariamente estesa per sottosistemi del gruppo omogenei vuoi per tipologia produttiva, vuoi per vincoli di risorse attratte o di soggetti coinvolti, vuoi per altre dimensioni riconducibili alla logica delle combinazioni prodotto / mercato / tecnologia.

72. Ciò non esclude che il fenomeno possa però verificarsi con riguardo ad ambienti particolari del complesso, per la cui evidenziazione sarebbe necessario ripetere l'indagine con riguardo a sottoinsiemi significativi del gruppo.

La ricerca di tali posizioni tende ad individuare, nell'ambito del gruppo, i sottosistemi dotati di maggiore omogeneità interna, per i quali vale di nuovo l'analisi relativa alla qualificazione degli equilibri di

Fig. 3.2 - Relazione fra il risultato economico consolidato del soggetto di controllo e quello delle minoranze di gruppo, nelle situazioni di asimmetria degli esiti reddituali nell'ambito del gruppo

|  |              | Risultato economico consolidato del soggetto di controllo del gruppo  |  |
|--|--------------|---|--|
|  |              | Utile   | Perdita  |
| Risultato economico consolidato dei soggetti di minoranza del gruppo | Utile (*)    | <p>Il disequilibrio in alcune unità non pregiudica il flusso reddituale globale</p> <p style="text-align: center;"><i>I</i></p> | <p>Disequilibrio economico oggettivo compatibile con la crescita del patrimonio consolidato</p> <p style="text-align: center;"><i>II</i></p> |
|  | Perdita (**) | <p>Impossibilità di indefinito rinnovo dei processi produttivi</p> <p style="text-align: center;"><i>IV</i></p>                 | <p>[Situazione non rilevante ai fini dell'analisi qui condotta]</p> <p style="text-align: center;"><i>III</i></p>                            |

(\*) Ci si riferisce al fatto che il risultato economico consolidato di pertinenza delle minoranze è complessivamente positivo, pur in presenza di unità in perdita. Tuttavia, a livello consolidato di gruppo, gli utili spettanti alle minoranze superano le perdite in capo alle stesse.

(\*\*) Ci si riferisce al fatto che il risultato economico consolidato di pertinenza delle minoranze è complessivamente negativo, considerando globalmente *tutte* le unità del gruppo.

gruppo (di cui alla figura 3.1).

In ogni caso, nelle situazioni di cui al *I quadrante* della figura 3.2, la possibile presenza di localizzate sacche di perdita nell'ambito del gruppo — o di suoi sottocomparti — non pregiudica la continuità della remunerazione complessivamente accordata.

Anche qualora alcune risorse critiche per lo sviluppo dei processi fossero internalizzate in unità temporaneamente o prospetticamente in perdita, ugualmente il gruppo avrebbe la capacità di salvaguardare tali risorse, presidiandole attraverso processi di gestione ordinaria (revisione di meccanismi di prezzo, di quantità o di *mix*, ad esempio) o straordinaria (ricomposizione dell'assetto di gruppo), stante l'*adeguatezza del flusso reddituale globale* che ricade in capo alle consociate e al gruppo nel suo complesso.

Pertanto, tali situazioni, una volta controllati gli esiti di processi amplificativi legati all'eventuale funzionamento di meccanismi di leva<sup>73</sup> riferiti ai medesimi sottocomparti, possono essere qualificate complessivamente *di equilibrio* per il gruppo nel suo insieme<sup>74</sup>.

5.3. La *seconda situazione* prevede invece la compresenza di una perdita netta del soggetto di governo e di un risultato positivo per le minoranze, quest'ultimo comunque di entità tale da più che bilanciare la predetta perdita in sede di consolidamento dei valori<sup>75</sup>.

Questa situazione, che presuppone evidentemente processi di concentrazione degli utili in ambiti nei quali è sicuramente basso il grado di interessenza della *holding*, toglie fondamento ad una possibilità di remunerazione della maggioranza anche quando le asimmetrie interne rendono disponibili alla capogruppo utili relativi ai livelli più alti della catena proprietaria.

L'analisi della situazione prospettata porta a concludere che, sebbene il capitale netto consolidato possa anche incrementare nel caso in

73. Per un esame di questi fenomeni nel contesto dei sistemi di gruppo si veda F. Di Lazzaro, *Le «leve» del profitto nelle imprese e nei gruppi*, p. 77 e ss.

74. Limitatamente a questo caso, dunque, l'equilibrio di gruppo è compatibile con la mancata remunerazione di tutti i soci di minoranza, per i quali è operante, a salvaguardia delle proprie posizioni, l'economicità del complesso.

75. Se il risultato positivo delle minoranze non controbilanciasse la perdita della maggioranza, questa situazione non sarebbe riconducibile al *quarto quadrante* della figura 3.1, bensì al *terzo*.



cui non si proceda a nessuna distribuzione del risultato, nemmeno quello delle minoranze, il gruppo si trova tuttavia in una situazione di *disequilibrio economico oggettivo* in quanto l'attività posta in essere non *remunera*, ma *consuma* la ricchezza idealmente facente capo al soggetto che imprime la direzione di marcia del gruppo, in ciò attestando il mancato perseguimento di un obiettivo di integrità del capitale proprio del soggetto di maggioranza.

D'altra parte, tale contesto di *disequilibrio oggettivo* è compatibile con la *crescita del patrimonio netto consolidato*, attraverso non già una modificazione del rapporto di interessenza della *holding*, ma per effetto del contributo dato da quel particolare *subsistema* di gruppo in cui il controllo della maggioranza convive con un più elevato grado di interessenza delle minoranze.

Si tratta di una posizione non replicabile *indefinitamente* senza che in qualche unità del gruppo vengano meno le condizioni minime di capitalizzazione necessarie per assicurare la continuità della vita aziendale sulla base sia dei vincoli legali tipici delle strutture societarie<sup>76</sup>, sia degli opportuni rapporti di indebitamento che, a livello locale, sono funzionalmente compatibili con l'assetto e la rischiosità degli investimenti in essere.

Alla luce di tali circostanze è possibile che in modo *non indefinito*, ma *limitato nel tempo*, le condizioni di *disequilibrio oggettivo* si combinino con un giudizio di *equilibrio soggettivo* espresso anche da parte della capogruppo, quando la stessa abbia programmato — ad esempio — processi di riassetto o di ripristino di condizioni di economicità di gruppo fondati sull'apporto remunerato di soggetti non di comando, conferitari di risorse critiche per il complesso, il cui soddisfacimento economico è condizione per mantenere attratti tali soggetti alle produzioni di gruppo.

In sintesi dunque, questa fattispecie, in cui il risultato economico consolidato di complesso è positivo, rende compatibili il *disequilibrio economico in senso oggettivo* legato alla perdita economica di pertinenza del soggetto di governo, con la crescita del *patrimonio netto*

76. Ci si riferisce sia ai *vincoli di tipo civilistico* in ordine al minimo livello di capitalizzazione delle società di capitali, sia a *quelli connessi alla raccolta di risparmio presso soci o presso terzi*, secondo le forme ordinariamente consentite anche alle società non finanziarie, per le quali si devono tuttavia rispettare definiti rapporti minimali di composizione tra il patrimonio della società e la misura dei finanziamenti attratti.

*consolidato* e, limitatamente nel tempo in assenza di processi di gestione straordinaria, anche di un eventuale giudizio di *equilibrio economico soggettivo espresso dalla maggioranza*, quando tale crescita sia funzionale alla attrazione permanente di soggetti-chiave per lo sviluppo delle produzioni, in vista del conseguente ripristino delle condizioni di equilibrio.

5.4. Mentre la situazione di cui al *terzo quadrante* non è rilevante ai fini dell'analisi qui condotta, in quanto identifica situazioni irrevocabilmente attratte al disequilibrio delle unità consociate e del gruppo (di cui al terzo quadrante della precedente figura 3.1), l'*ultima situazione prospettata*, cioè quella che prevede un positivo risultato economico consolidato di maggioranza e un negativo risultato di minoranza, identifica invece condizioni di *asimmetria strutturale*.

In tali situazioni, al rinforzo e alla stabilizzazione delle linee di controllo negli ambiti in cui è più consistente la presenza del gruppo, fa da contrappeso una progressiva erosione dei mezzi propri (anche quelli di controllo) in ambiti cui partecipano anche soggetti terzi.

In queste situazioni, la positività del risultato di complesso, che emerge dalla compensazione algebrica di componenti di segno opposto, se da un lato remunera nel suo insieme i mezzi apportati da coloro che governano il sistema, d'altra parte *non consente la possibilità di rinnovare indefinitamente i processi produttivi*, a meno di processi di ricapitalizzazione attuati nel rispetto dei diritti d'opzione dei vari soci, oppure di una surroga dei soggetti di minoranza da parte di altri soggetti di minoranza o del soggetto di governo, in tali casi con un riassetto istituzionale del complesso.

A nulla vale, a questo riguardo, che il patrimonio netto consolidato aumenti, in quanto *a tale aumento corrisponde, in modo localizzato, un consumo graduale di risorse* che, ove tale situazione si protragga nel tempo, finisce per annullare le condizioni minime di patrimonializzazione di alcuni ambiti del gruppo, sì da rendere necessario, come si è detto sopra, il ricorso alla gestione straordinaria.

L'interrogativo riguardo alle condizioni di equilibrio oggettivo trova dunque una risposta solo *apparentemente* positiva, che deve invece essere qualificata alla luce del modo secondo cui il gruppo consente di assicurare la permanenza nel tempo alle *condizioni di produzione* mobilitate nel complesso e ai *soggetti* localizzati in suoi distinti

ambiti operativi (alternativamente in utile o in perdita) e davvero essenziali per la sua sopravvivenza.

## **6. I percorsi di deterioramento delle condizioni di equilibrio economico di gruppo**

6.1. Il deterioramento delle condizioni di svolgimento della gestione si manifesta secondo assai differenziate direttrici lungo le quali l'equilibrio parziale o generale si altera progressivamente, talora con passaggi non facilmente percettibili attraverso l'esame dei valori resi disponibili dal sistema informativo del gruppo, fino a modificare gli assetti e gli sviluppi competitivi del medesimo.

Il primo percorso (indicato con *a* nella figura 3.3) è quello che porta ad una progressiva alterazione dell'equilibrio di complesso pur in presenza della preservazione da parte delle singole unità consociate di un'autonoma capacità reddituale.

Questa situazione si manifesta con frequenza quando il gruppo opera con livelli elevati di integrazione operativa e finanziaria e, per effetto di variazioni in ordine ai mercati dei beni e dei servizi finali, resta pregiudicata l'esitazione dei beni all'esterno del gruppo.

6.1.1. Si tratta innanzitutto dei complessi aziendali nei quali è ampio l'orizzonte temporale che abbraccia la produzione: il ciclo tecnico-operativo disegnato e frazionato attraverso le varie consociate di gruppo si sviluppa cioè secondo periodi lunghi<sup>77</sup>.

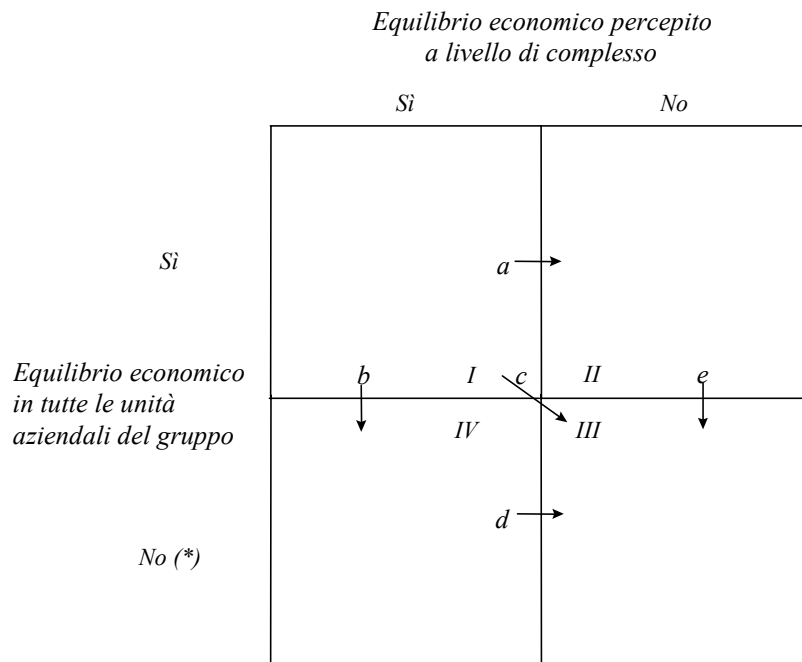
In tali situazioni, il divario temporale tra l'avvio del ciclo e il perfezionamento dello stesso, con una pluralità di passaggi intermedi ancora lontani dal momento dell'esitazione finale, rende spesso difficile una corretta programmazione dei volumi produttivi in avvio e non consente di percepire tempestivamente le ripercussioni sui prezzi finali quando il ciclo è agli stadi iniziali.

<sup>77</sup>. Non si tratta necessariamente della produzione di grandi opere ma anche di produzioni — tipiche quelle del settore agro-alimentare che implicano processi di allevamento pluriennale di capi o di stagionatura di prodotti — che richiedono un naturale ampio ciclo di «maturazione» relativamente a quello che sarà il prodotto finale.

facilitata la percezione delle modificazioni che riguardano l'esitazione finale ed è quindi più naturale l'estrapolazione degli andamenti a valere per i cicli di cui si sta allestendo la produzione.

Tali circostanze tuttavia non possono in nessun caso annullare la natura *estimativa* di tali considerazioni e la natura *congetturale* dei valori in rimanenza per il gruppo, rispetto all'intero dispiegarsi del ciclo di acquisto / produzione / vendita.

Fig. 3.3 - Percorsi di deterioramento dell'equilibrio economico di gruppo



(\*) Ci si riferisce al fatto che l'equilibrio economico non è raggiunto in *tutte* le unità. Si tratta quindi sia di situazioni in cui coesistono unità aziendali in equilibrio e unità in disequilibrio, sia di situazioni di disequilibrio generalizzato per tutte le unità del complesso.

Ne consegue che gli scambi intragrupo hanno luogo sulla base di prezzi che non risentono ancora dell'esitazione definitiva, la quale potrà avvenire anche con molto ritardo rispetto ai momenti in cui il ciclo è stato progettato, avviato e nei quali si sono avute le prime transazioni relativamente ad esso fra le unità a monte della catena tecnico-operativa<sup>78</sup>.

Nei gruppi che operano *sistematicamente* secondo questa modalità, e vedono perciò un *continuativo* susseguirsi di cicli in avvio, è sicuramente

6.1.2. Una seconda fattispecie riguarda i complessi aziendali sorti con crescita rapida e non sempre organica al fine di cogliere — nel breve periodo — evidenti opportunità di mercato, in settori in forte espansione. Si tratta di sistemi anch'essi caratterizzati da livelli elevati di integrazione interna, sebbene non necessariamente da processi ampi sotto un profilo temporale, nei quali l'abitudine alla crescita ha frenato la diffusione di una strumentazione centralizzata di programmazione e controllo rivolta al monitoraggio del sistema di gruppo.

In tali casi, un'inversione di tendenza nella domanda di mercato

78. La fattispecie di cui si parla presenta i caratteri che contraddistinguono un ciclo amministrativo diverso dal ciclo tipico, che può essere misurato e apprezzato considerando l'intera estensione di attività che si svolge nell'ambito del gruppo, ovvero un arco temporale sufficiente al completamento del processo di trasformazione tecnico-economica nelle unità a valle del complesso.

Pertanto, la misurazione economica a livello di singola unità aziendale, riferita al periodo amministrativo, presenta sia i problemi — caratteristici delle imprese che operano su grandi commesse — dovuti all'ampiezza del ciclo tipico (come avviene anche con riguardo alla singola impresa), sia quelli legati ad uno scollamento parziale degli ambiti (le diverse unità del gruppo) presso cui vengono attuate le scelte e le decisioni riferite alla conclusione del ciclo medesimo.

È utile a questo riguardo ricordare che una concezione ampiamente condivisa di «periodo tipico» fa riferimento a «ogni periodo, successivo al periodo di costituzione dell'impresa, per il quale, tenute presenti le relazioni tra le diverse classi di operazioni aziendali, il soggetto economico prospetta (in via preventiva) e constata (in via di controllo consuntivo) che lo svolgimento della gestione aziendale si mostri (o si sia mostrato) conforme alle condizioni dell'equilibrio dinamico e cioè volto a realizzare il programma di perseguimento del fine aziendale. Si noti la limitazione insita nel riferimento alle relazioni esistenti tra le diverse classi di operazioni aziendali» ... «Il periodo indicato è tipico solo se la gestione in esso svolta comprende classi di operazioni tra loro coerenti e coordinate secondo i caratteri della produzione propri al settore e all'impresa considerati». Così in M. Cattaneo, *Economia delle aziende di produzione*, p. 148.

può essere percepita con ritardo dal gruppo, con un conseguente mancato adattamento dei volumi di produzione nelle unità a monte e dei relativi scambi ai livelli successivi.

Del pari, con simile ritardo può avere luogo la ricerca di nuovi mercati, non solo per le produzioni finali della filiera, ma anche per i «semilavorati» del ciclo complessivo di gruppo, suscettibili di un'esitazione definitiva al di fuori del medesimo.

6.1.3. Oltre a tali fattispecie, il percorso di cui si dice riguarda anche complessi aziendali a basso livello di integrazione operativa, ma disegnati lungo catene verticali di controllo, nei quali il sostegno economico dell'intero gruppo è assicurato in prevalenza dalle unità a valle di tali catene, dove si addensano altresì i più cospicui investimenti di risorse e dalle quali si ottengono la maggior parte dei flussi reddituali.

La contrazione di tali flussi rende incompatibile il congiunto sostegno delle iniziative sviluppate nelle unità in cui il reddito si produce e delle altre attività collocate a monte.

Pur nella possibilità per la *holding* di risolvere il problema di *trade off* in ordine alla permanenza delle risorse nelle unità in grado di generarle o allo spostamento delle medesime risorse da un ambito all'altro del gruppo, rimane comunque pregiudicato lo sviluppo delle attività del complesso secondo gli indirizzi inizialmente intrapresi.

6.2. Un secondo tipo di percorso, identificato con *b* nella figura 3.3, prevede una *degenerazione della situazione individuale in talune unità aziendali*, persistendo tuttavia apprezzabili condizioni di equilibrio su base consolidata e determinandosi quindi, nell'ambito del gruppo, una situazione di *dissimetria* in ordine agli equilibri locali.

6.2.1. Ci si riferisce innanzitutto a *gruppi fortemente integrati in linea verticale* nei quali un sistema di redistribuzione interna della ricchezza finisce per penalizzare alcune unità economiche.

Ciò avviene, in genere, oltre che per un processo di programmata allocazione del risultato verso alcune realtà del gruppo, anche in seguito alla modificazione — sul mercato — dell'efficienza normale secondo la quale vengono eseguite talune fasi tecnico-produttive che, all'interno del complesso, sono presidiate da alcune unità aziendali. Queste ultime, invece, non si sono adeguate ai predetti mutamenti tec-

nologici, anche perché abituate ad operare in condizioni di «mercato interno protetto».

Ne consegue che la riduzione dei prezzi di mercato, compatibile con i miglioramenti economico-tecnici delle realtà esterne al gruppo, non può essere ignorato anche ai fini della valorizzazione delle transazioni interne.

Da ciò si evince come le unità interessate da tale «stasi» di efficienza finiscano per partecipare *in perdita* alla produzione del gruppo fino a che non provvedano al riassetto del proprio contesto operativo.

Tuttavia, tale situazione pregiudica gli equilibri particolari ma non quello generale in cui le stesse sono inserite, in quanto le inefficienze predette sono localizzate e più che compensate dalla sussistenza di condizioni generali di equilibrio della filiera di produzione.

Su un piano diverso si porrebbe invece il problema nel caso in cui il processo suddetto portasse in condizioni di perdita unità aziendali dotate di *risorse* o di *soggetti* comunque ritenuti «critici», ovvero essenziali allo sviluppo delle condizioni di produzione della filiera. In tale caso, l'asimmetria reddituale potrebbe ritenersi di maggiore gravità quando facesse venir meno la convenienza alla partecipazione di tali soggetti o portasse a consumare le risorse localizzate in quegli ambiti di particolare rilievo ai fini della produzione dell'intero gruppo.

6.2.2. Nel caso poi di *gruppi con integrazione orizzontale*, tendenti cioè a coprire un'area geografica con le produzioni di unità aziendali articolate territorialmente oppure ad offrire, nel medesimo contesto di riferimento, produzioni complementari o succedanee, il percorso di deterioramento dell'equilibrio reddituale dal *primo* al *quarto* quadrante trova spiegazione:

- nel sistema particolare delle unità interessate;
- nella debolezza del progetto strategico di gruppo, segnalata tempestivamente dalle unità più fragili sotto il profilo competitivo e organizzativo, ma suscettibile di estendersi all'intero complesso, perciò denotando una situazione potenzialmente in grado di destabilizzare il progetto di dominanza proprio del gruppo.

6.2.3. Quando invece il sistema di gruppo prevede uno *scarso grado di integrazione funzionale* (orizzontale o verticale) delle unità che ne fanno parte, la perdita di redditività di una o più unità del com-

plesso, disancorate dalla operatività delle altre, sebbene inizialmente possa non pregiudicare l'equilibrio economico generale di gruppo, finisce però col dare vita ad un sistema di asimmetrie interne.

Tale sistema, se non controllato in via continuativa, tende a drenare le risorse al fine di assicurare la continuità della gestione delle unità in perdita, a svantaggio del resto del complesso, minando quindi la preservazione del gruppo nel tempo.

La gravità del percorso in esame varia inoltre a seconda che l'esito finale del medesimo sia configurabile in situazioni in cui i risultati consolidati di maggioranza e minoranza siano comunque positivi, ovvero siano l'uno positivo e l'altro negativo, secondo le differenti tipologie di asimmetria presentate più sopra e qualificate nella figura 3.2.

6.3. Un terzo tipo di percorso (indicato con *c* nella Figura 3.3), che combina i due visti in precedenza, si riferisce a situazioni nelle quali l'alterazione degli equilibri parziali ha luogo con una tale *velocità* o con una tale *ampiezza* rispetto all'economia di gruppo, da pregiudicare anche a livello complessivo il conseguimento di risultati economici positivi. Ciò ha luogo in relazione a diversi eventi.

Ha significato innanzitutto il perdurare o l'acuirsi delle difficoltà di realizzo a valle del sistema di produzione, i cui riflessi non interessano soltanto le unità a valle e non sono peraltro compensabili da un ampliamento in orizzontale dell'offerta su nuovi mercati. Se inizialmente tali situazioni appaiono circoscritte e non intaccano gli equilibri delle unità a monte (come si è visto in sede di commento al percorso di tipo *a*), il perdurare delle stesse finisce per incrinare l'intero sviluppo della filiera, determinando lo spostamento al terzo quadrante della figura in discussione. Si passerebbe da un percorso di tipo *a* ad un percorso di tipo *c*.

In secondo luogo, ci si riferisce al fatto che le inefficienze o le diseconomie della catena produttiva, delineata verticalmente nel gruppo, possano essere tali da inficiare gradualmente il risultato complessivo della stessa. Il fenomeno inizialmente si manifesta con l'annullamento dell'utile per alcune società, che poi trascina ed ha il sopravvento sulle unità che persistono in condizioni di equilibrio. Si passa da una percorso di tipo *b* ad uno di tipo *c*.

Un'altra fattispecie tipica è quella rappresentata, in gruppi ad e-



stensione orizzontale o con attività non correlate, da situazioni in cui la perdita localizzata di equilibrio si accresce con tale progressività per cui il sussistere nell'ambito del gruppo di condizioni isolate di economicità della gestione non è più sufficiente ad assicurare complessivamente un risultato positivo per il gruppo nel suo insieme. Ciò determina quindi il passaggio da un percorso di tipo *b* ad uno invece di tipo *c*.

Infine, ha significato considerare *i circuiti combinati di deterioramento economico e finanziario* dei gruppi il cui livello di correlazione fra le unità aziendali è basso sotto un profilo operativo, ma elevato sotto quello finanziario. In presenza di un consistente livello di indebitamento delle singole società e del gruppo, la caduta di redditività o l'avvio di condizioni di perdita, anche solo in talune unità, può alterare gli equilibri di tutto il complesso, con un conseguente appesantimento della situazione economica dell'intero gruppo. In questo caso, il percorso di crisi ha origine e si diffonde prevalentemente secondo la stessa direzione *c* in precedenza tratteggiata.

6.4. Infine, i percorsi *d* ed *e* riflettono tutti gli esiti testé visti, tuttavia partendo da situazioni in cui la mancanza di equilibrio a livello di singole unità, o di complesso considerato nel suo insieme, non è stata tempestivamente fronteggiata, quando ancora era probabilmente possibile un recupero meno compromesso e meno difficoltoso di quello che invece si rende necessario.