



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Corporate finance per il turnaround: il ruolo delle
operazioni di finanza straordinaria nel rilancio delle
imprese in crisi

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Teresa Grava

Laureando

Cristian Favaretto

Matricola 888623

Anno Accademico

2025/2026

Indice

Introduzione	5
 Capitolo 1 – La crisi d’impresa: concetti e normativa	7
• 1.1 Definizione di crisi d’impresa.....	7
○ Definizione economico-aziendale di crisi.	7
○ Definizione giuridica di crisi e insolvenza.....	9
○ Il concetto di risanamento (turnaround).	11
• 1.2 Evoluzione normativa in Italia ed Europa	12
○ La disciplina tradizionale: la legge fallimentare del 1942.	12
○ Le riforme del nuovo millennio.....	13
○ Il Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza (D.lgs. 14/2019).....	15
○ L’armonizzazione europea e la Direttiva (UE) 2019/1023.	16
• 1.3 Le cause della crisi	17
○ Cause economiche.....	17
○ Cause patrimoniali.	22
○ Cause finanziarie.....	24
• 1.4 I segnali precoci e i sistemi di allerta.....	27
 Capitolo 2 - Analisi finanziaria e metodologie di valutazione.....	30
• 2.1 Riclassificazione dei bilanci e analisi dei flussi.....	30
○ La riclassificazione dello Stato Patrimoniale contabile e a valori di mercato.	30
○ La riclassificazione del Conto Economico a Valore Aggiunto.	34
○ Dalla gestione operativa alla valutazione: la determinazione del NOPAT.....	37

○ Il Modello Waterfall: calcolo dei flussi FCFO, FCFF e FCFE.....	38
○ I tassi di attualizzazione e proiezione dei cash flow (r_e , r_o , r_d e WACC).....	39
• 2.2 La Financial Due Diligence nel Turnaround.....	43
○ Determinazione dell'EBITDA Adjusted.	46
○ Analisi della PFN Adjusted.	48
○ Definizione del CCNO Target e identificazione del livello di normalità operativa.	50
• 2.3 Metodologie di Valutazione e Benchmark di Settore	53
○ La Valutazione Assoluta: il metodo Discounted Cash Flow (DCF) e la proiezione dei flussi all'infinito (Terminal Value).	54
○ La Valutazione Relativa: selezione dei peer e utilizzo dei multipli.....	63
 Capitolo 3 – Strategie di Corporate Finance per il risanamento e la creazione di valore.....	75
• 3.1 Le manovre preliminari di efficientamento operativo e disinvestimento..	76
○ Efficienza operativa e abbattimento dei costi (Cost Cutting)	76
○ Ottimizzazione del Capitale Circolante Netto Operativo	78
○ Dismissioni strategiche e razionalizzazione dell'attivo non core	80
• 3.2 La ristrutturazione del passivo e il riequilibrio del debito	83
○ Manovre sul debito bancario: moratorie e accordi di ristrutturazione	83
○ Operazioni di Debt-to-Equity Swap e strumenti finanziari partecipativi (SFP)	86
• 3.3 La ricapitalizzazione e l'apporto di nuovi capitali di rischio	89
○ Aumenti di capitale tradizionali e limiti della ricapitalizzazione interna.....	89
○ Il ruolo del Private Equity nel Turnaround.....	92

○ Emissione di obbligazioni convertibili e strumenti ibridi di capitalizzazione	100
• 3.4 Operazioni straordinarie di integrazione e finanza strutturata	103
○ M&A nel Turnaround: integrazioni industriali e sfruttamento delle sinergie	103
○ Il Leveraged Buyout (LBO) come strumento di cambio controllo e rilancio	113
○ Valutazione degli investimenti strategici tramite l'approccio delle opzioni reali	116
• 3.5 Il Piano di Risanamento come strumento di sintesi e proiezione del valore	118

Capitolo 4 – Dal turnaround difensivo alla creazione di valore: il Caso Gruppo

Coin e OVS	120
• 4.1 Il Gruppo Coin: crisi strutturale e operazioni di finanza straordinaria nel turnaround tradizionale	120
• 4.2 OVS S.p.A.: dalla separazione strategica alla stabilizzazione finanziaria e crescita per linee esterne	137

Conclusioni.....	142
-------------------------	------------

Bibliografia.....	144
--------------------------	------------

Introduzione

L'elaborato analizza le dinamiche del corporate turnaround per capire come la finanza straordinaria possa servire non solo a risolvere una situazione di crisi, ma a rilanciare concretamente l'attività industriale. Lo scenario di riferimento è quello normativo italiano ed europeo attuale, caratterizzato dal passaggio a una gestione che privilegia la prevenzione e la continuità aziendale attraverso il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII). Questa evoluzione legislativa cambia notevolmente il modo di affrontare il dissesto, inteso oggi come una fase di discontinuità che richiede una rilevazione rapida e interventi mirati. Si tratta di un approccio che considera la crisi come un evento che può essere superato attraverso una pianificazione tempestiva.

Il lavoro parte dall'individuare i segnali di allarme attraverso metodi di valutazione che permettano di distinguere tra difficoltà temporanee e stati di insolvenza strutturale. Vengono approfondite poi le tecniche di Financial Due Diligence per la normalizzazione dei dati storici tramite la riclassificazione dei bilanci e l'analisi dei flussi di cassa. In tal modo, vengono eliminate le distorsioni contabili e viene definito un fabbisogno finanziario coerente con le reali necessità del risanamento. Utilizzare dati solidi è infatti indispensabile perché le manovre di ristrutturazione abbiano successo e non si basino su presupposti sbagliati, garantendo che le risorse finanziarie siano allocate correttamente.

La ricerca si concentra poi sull'integrazione tra le azioni di ristrutturazione tradizionali e gli interventi di finanza strutturata. In particolare, viene esaminato come l'ingresso di fondi di Private Equity o le operazioni di M&A possano migliorare la struttura del capitale. Spesso il problema delle imprese in difficoltà non riguarda solo l'ammontare complessivo del debito, ma la sua articolazione temporale e il suo costo elevato. In questi casi, operazioni come il Leveraged Buyout consentono di sostituire linee di credito frammentate con piani di ammortamento a lungo termine, predisposti sulla base della reale capacità dell'azienda di generare cassa nel tempo.

L'obiettivo della tesi è dimostrare che un intervento coordinato può ricostituire il valore aziendale e garantire la permanenza dell'impresa sul mercato. Per supportare la parte teorica, viene analizzato il caso del Gruppo Coin e la successiva operazione di spin-off di OVS S.p.A. Questo esempio pratico illustra come la separazione di rami aziendali con modelli di business diversi possa liberare valore e proteggere le attività industriali più

sane dalle difficoltà del gruppo di appartenenza. L'analisi del caso conferma che la valorizzazione di un ramo d'azienda performante, se isolato correttamente, può rappresentare la chiave per il successo di un'intera strategia di rilancio.

Capitolo 1 – La crisi d’impresa: concetti e normativa

1.1 Definizione di crisi d’impresa

Definizione economico-aziendale di crisi

La crisi d’impresa costituisce un fenomeno complesso, dalle molteplici sfaccettature, che può essere analizzato sia sotto l’aspetto economico-finanziario sia relativamente alla gestione strategica e organizzativa. Durante il suo ciclo di vita, ogni impresa può trovarsi ad affrontare situazioni di difficoltà provocate da fattori endogeni, come inefficienze operative, errori manageriali o mancanze nella pianificazione strategica, e fattori esogeni, quali mutamenti normativi, evoluzione dei mercati, crisi macroeconomiche o ingresso di nuovi competitor (Grant, 2021).

Secondo la teoria del valore, il valore dell’impresa W può essere descritto come il rapporto tra i flussi reddituali prospettici R e il coefficiente di attualizzazione i , che tiene conto del rischio percepito in riferimento all’ambiente competitivo e istituzionale in cui l’impresa opera:

$$W = \frac{R}{i}$$

Di conseguenza, una variazione negativa del valore W , legata a una riduzione dei flussi R o a un incremento del coefficiente di rischio i , può essere considerata una crisi dell’impresa:

$$\Delta W = \frac{(-)\Delta R}{(+)\Delta i}$$

Focalizzandoci poi sul concetto di risanamento, esso consiste nel recupero del valore, che può scaturire dall’aumento dei flussi reddituali o dall’attenuazione dei rischi percepiti. Ciò prevede un approccio specifico per ciascuna impresa, poiché la percezione del rischio e le fonti di valore mutano notevolmente in funzione del settore, delle strategie utilizzate e della posizione competitiva dell’impresa stessa (Guatri, 1995; Altman, 1983). È quindi evidente che l’analisi della crisi non possa limitarsi esclusivamente agli indicatori economico-finanziari tradizionali. È necessario, infatti, considerare valutazioni qualitative e innovative, quali soddisfazione del cliente, grado di fidelizzazione, sostenibilità ambientale (ESG), sicurezza sul lavoro e informatica, che rappresentano

altri aspetti della performance aziendale e possono costituire segnali precoci di declino. Inoltre, la rilevazione preventiva della crisi necessita di strumenti predittivi capaci di cogliere l'effetto di specifiche cause di declino sul funzionamento dell'impresa. Tali strumenti possono comprendere analisi multivariate e algoritmi di intelligenza artificiale che elaborano serie storiche di dati su più anni (3-5 anni) e confronti settoriali (Poddighe & Madonna, 2006). Gli indicatori di bilancio, se adeguatamente integrati con analisi qualitative, permettono di rilevare non solo squilibri di natura patrimoniale e finanziaria, ma anche deficit operativi, calo dei margini o scarsa redditività rispetto ai concorrenti (Grant, 2021).

La crisi, quindi, non consiste solamente nell'insolvenza o nella perdita di liquidità, ma può manifestarsi in forme differenti, che scaturiscono da fattori interni ed esterni (Poddighe & Madonna, 2006). Ad esempio, un calo strutturale della domanda, inefficienza nei processi produttivi, errori nella gestione commerciale, cambiamenti normativi o eventi macroeconomici avversi possono ridurre il valore dell'impresa senza causare immediatamente una situazione di insolvenza (Guatri, 1995). Anche il risanamento o turnaround non si limita a interventi di natura finanziaria, ma prevede una revisione complessiva della catena del valore e delle relazioni con gli stakeholder, finalizzata a ricostituire la capacità dell'impresa di generare proventi sostenibili (Slatter & Lovett, 1999; Grant, 2021). Le strategie di turnaround possono essere sia di natura operativa, ad esempio la riduzione dei costi, l'innovazione di prodotto, l'ottimizzazione della supply chain e la ristrutturazione organizzativa, che finanziaria, mediante ricapitalizzazioni, ristrutturazioni del debito e operazioni di finanza straordinaria (Bibeault, 1982; Sudarsanam & Lai, 2001). Lo scopo ultimo è ricostituire l'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario, incentivando contemporaneamente la fiducia degli investitori e degli stakeholder (Altman, 1983; Guatri, 1995).

Dunque, la definizione economico-aziendale di crisi è relativa: ciò che può costituire una fase di declino irreversibile per un'impresa può rappresentare una contrazione temporanea superabile con adeguati strumenti gestionali per un'altra. Ciò distingue l'approccio manageriale da quello giuridico (che approfondiremo maggiormente nel prossimo paragrafo), più rigido e formale, basato su parametri di insolvenza e di inadeguatezza dei flussi di cassa a breve termine (Grant, 2021). Infine, possiamo sostenere che la crisi può essere vista come una diminuzione del valore complessivo

dell'impresa, mentre il turnaround rappresenta l'insieme delle azioni orientate a recuperare tale valore, considerando valutazioni economico-finanziarie e gestionali.

Definizione giuridica di crisi e insolvenza

Trattiamo ora la nozione giuridica di crisi d'impresa, come definita nel Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII). Essa consiste in un approccio diverso ma complementare rispetto alla tradizionale definizione economico-aziendale. Mentre quest'ultima si focalizza sulla riduzione del valore dell'impresa derivante dal calo dei flussi reddituali o dall'aumento del rischio percepito, la prospettiva giuridica considera la crisi come prevalentemente finanziaria e prospettica. Secondo quanto contenuto nell'art. 2, comma 1, lettera a) del CCII, per "crisi" si intende "lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi" (CCII, 2019). Da ciò emergono due elementi centrali: l'orizzonte temporale di dodici mesi e il riferimento ai flussi di cassa prospettici, che costituiscono la misura concreta della capacità di continuità aziendale. La definizione precedentemente riportata si differenzia notevolmente rispetto alla visione aziendalistica: la crisi non è concepita come un processo graduale di perdita di valore, ma come un fattore direttamente collegato al rischio di insolvenza. Secondo Fabiani (2019), il legislatore ha scelto di trasformare il concetto di crisi in un istituto giuridico funzionale alla tutela dei creditori, piuttosto che alla gestione strategica dell'impresa. Tuttavia, analizzando congiuntamente le due prospettive, è evidente come possano essere tra loro integrate. La definizione economico-aziendale si caratterizza per una visione più ampia, che è utile a individuare gli iniziali segnali di crisi, mentre quella giuridica rappresenta un campanello d'allarme formale, che diventa vincolante in caso di deterioramento conclamato. Fauceglia (2019) sottolinea che il reale valore aggiunto del CCII consiste nell'invogliare in azienda una cultura della prevenzione: l'impresa, infatti, è incentivata a dotarsi di strumenti interni di diagnosi anticipata, prima ancora che la crisi diventi probabilità di insolvenza.

Un aspetto di rilevante utilità per un adeguato studio del Codice riguarda i sistemi di allerta, i quali sono ideati per intercettare i segnali di squilibrio attraverso indicatori sia quantitativi che qualitativi. Dal punto di vista quantitativo, la normativa evidenzia l'importanza di indicatori economico-finanziari come il DSCR (Debt Service Coverage Ratio), la struttura patrimoniale e la sostenibilità dell'indebitamento a breve termine

(Fauceglia, 2019). Questi strumenti rendono la definizione giuridica di crisi più pratica e orientata al futuro. Oltre agli indici citati in precedenza, la continuità aziendale dipende oggi da elementi qualitativi determinanti tra cui l'efficacia della governance, l'integrazione dei criteri di sostenibilità, il valore del capitale umano e la rapidità dei processi decisionali. Sebbene difficili da quantificare tecnicamente, sono proprio questi elementi a determinare la reale capacità di un'impresa di resistere sul mercato e durare nel tempo.

Associare le due prospettive consente di implementare un sistema di autovalutazione periodica, in cui i dati contabili sono affiancati da scelte strategiche e reputazionali. Se infatti il ruolo giuridico dei sistemi di allerta è condurre l'impresa in situazione di crisi prospettica verso l'attivazione di strumenti esterni, da un punto di vista manageriale essi possono trasformarsi in mezzi di autodiagnosi. Mediante controlli periodici, reporting e benchmarking settoriale, l'impresa è in grado di individuare precocemente il deterioramento dei propri indicatori, attivando strategie correttive in autonomia (Fauceglia, 2019).

Il collegamento tra la definizione giuridica di crisi e le strategie aziendali si concretizza proprio in quest'ottica preventiva. Un'impresa che monitora regolarmente i propri indicatori quantitativi e qualitativi è capace di intervenire prima che la situazione peggiori al punto tale da attivare procedure concorsuali (Altman, 1983; Poddighe & Madonna, 2006).

Dal punto di vista operativo, ciò permette all'impresa di sfruttare i sistemi di allerta come fondamento per l'adozione di strumenti di corporate finance: ristrutturazione del debito, operazioni di M&A finalizzate a sinergie operative, emissione di strumenti finanziari ibridi, oppure interventi sul capitale circolante (Sudarsanam & Lai, 2001; John, Lang & Netter, 1992). Ecco che il segnale d'allarme voluto dal legislatore si trasforma in una leva gestionale che permette di invertire la rotta senza dover ricorrere a pratiche come procedure concorsuali e composizione negoziata della crisi (Fauceglia, 2019). L'efficacia di tale modello deriva dalla capacità delle imprese di interiorizzare la cultura della prevenzione e di non considerare i sistemi di allerta esclusivamente come adempimenti formali. La vera utilità risiede nella possibilità di renderli strumenti manageriali integrati, in grado di indirizzare le decisioni strategiche e di minimizzare il rischio che la crisi degeneri in insolvenza (Slatter & Lovett, 1999).

Quindi, la definizione normativa di crisi contenuta nel CCII, seppur focalizzata su un concetto limitato e meramente finanziario, può essere intesa in chiave complementare alla visione economico-aziendale. Essa è alla base dello sviluppo di un sistema di autovalutazione che permette all'impresa di prevenire il peggioramento degli equilibri aziendali e di avviare strategie di risanamento basate su strumenti interni ed esterni di corporate finance (Hofer, 1980; Fabiani, 2019). In tal modo, la normativa regola le situazioni di crisi conclamata e permette di rafforzare la sostenibilità di lungo periodo delle imprese.

Il concetto di risanamento (turnaround)

Quando parliamo di turnaround intendiamo riferirci ad un complesso di strategie e interventi attuati da un'impresa, per far sì che, in una situazione di crisi, tramite un'inversione di rotta, possa ripristinare il suo stato di equilibrio e sostenibilità. Non consiste in un semplice intervento correttivo, ma si tratta di un vero e proprio processo di risanamento degli assetti economico-finanziari, strategici e organizzativi (Pearce & Robbins, 1993; Slatter & Lovett, 1999). Esso è strutturato in una fase iniziale di stabilizzazione, che ha lo scopo di limitare la crisi in corso, e una successiva fase di rilancio, che mira a ricostituire le basi competitive e a creare nuovo valore (Hofer, 1980; Bibeault, 1982). Questo processo permette di ristabilire i rapporti dell'impresa con il mercato e i suoi stakeholder. Spesso, sotto l'aspetto finanziario, il risanamento richiede l'adozione di interventi straordinari, necessari per migliorare la struttura patrimoniale e ricreare un clima di fiducia con creditori e azionisti. Contrariamente a ciò che avviene con l'adozione di procedure concorsuali o negoziate, il turnaround per mezzo di finanza straordinaria riesce a riequilibrare l'organizzazione aziendale e proporre un progetto industriale rinnovato (Altman, 1968; John, Lang & Netter, 1992). Poiché la crisi stessa esige un miglioramento qualitativo nella gestione delle risorse e nella riformulazione degli obiettivi strategici, diventano fondamentali tali operazioni straordinarie di ristrutturazione, più funzionali rispetto alle procedure di intervento ordinario. È dunque fondamentale la natura strategica del turnaround: esso non è solamente uno strumento per superare le difficoltà, ma un'opportunità per ripensare il modello di business e il posizionamento competitivo (Boyne & Meier, 2009; Sudarsanam & Lai, 2001). L'impresa dovrà rinnovarsi rimodellando le sue attività, le priorità di investimento e la corporate governance.

Nel presente elaborato, tratteremo con particolare attenzione il ruolo che assume la finanza straordinaria nella ricostituzione dell'equilibrio degli assetti economico-finanziari e patrimoniali, per permettere all'azienda non solo di resistere alla crisi, ma di crescere, avviando un percorso sostenibile.

1.2 Evoluzione normativa in Italia ed Europa

Si procede all'analisi dell'evoluzione normativa relativa alla crisi d'impresa, per dimostrare come, con il passare del tempo, sia diventata sempre più rilevante l'idea della gestione della crisi in ottica di risanamento, invece che meramente liquidatoria.

La disciplina tradizionale: la legge fallimentare del 1942

Sino agli anni Duemila, la disciplina della crisi d'impresa in Italia è stata prevalentemente regolamentata dalle procedure concorsuali previste dalla Legge Fallimentare del 1942 (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267). La realtà storico-economica di quegli anni era totalmente diversa da quella attuale: ci si trovava alle porte della Seconda Guerra Mondiale e gli obiettivi prioritari, che in quel momento il legislatore si poneva, consistevano nel garantire l'ordine pubblico economico e gli interessi dei creditori. La legge del 1942 si basava su una logica prevalentemente liquidatoria, in linea con l'idea che l'impresa fosse vista dal mercato come facilmente sostituibile. In caso di insolvenza, l'attenzione si concentrava soprattutto sulla garanzia della *par condicio creditorum*, che consisteva nella spoliazione del patrimonio dell'imprenditore da distribuire in modo proporzionale fra i creditori (Stanghellini, 2007). Si preferiva focalizzarsi sulla sanzione da applicare all'imprenditore inadempiente, piuttosto che concentrarsi sulla conservazione del valore e della continuità aziendale. La procedura fallimentare consisteva in diverse fasi: lo spossessamento dei beni del debitore, l'affidamento della loro gestione a un curatore e l'avvio di un processo giudiziario finalizzato alla liquidazione dei beni. La legge prevedeva anche il ricorso ad altre procedure concorsuali, come il concordato preventivo e l'amministrazione controllata, ritenute però secondarie e poco efficaci, concepite da un legislatore che vedeva nell'imprenditore in crisi più un soggetto da sanzionare che una risorsa da recuperare (Fauceglia, 2019). La legge fallimentare del 1942 evidenziava una concezione statica dell'impresa, secondo la quale l'imprenditore doveva essere privato della capacità di gestione, che veniva, invece, trasferita a terzi dall'autorità giudiziaria. In passato, l'impresa veniva vista come un patrimonio da liquidare per rimborsare i creditori, piuttosto che come un valore

economico da proteggere (Fauceglia & Panzani, 2009). Questa concezione derivava da un mercato composto da piccole imprese considerate spesso intercambiabili tra loro (Pajardi & Paluchowski, 2008). La conseguenza era un sistema che favoriva la vendita dei beni aziendali rispetto a qualsiasi tentativo di salvataggio del business. Nel corso dei decenni successivi, tuttavia, questa visione ha iniziato a mostrare i suoi limiti; in particolare dagli anni '70 e '80, a causa di una maggiore complessità dei mercati, ci si accorse che la liquidazione immediata non fosse sempre il rimedio più efficiente né per i creditori né per l'intero sistema economico. Tutelare la continuità aziendale e agevolare il risanamento era ormai una necessità primaria per evitare la crisi delle grandi imprese industriali, impattante per migliaia di lavoratori e diverse filiere produttive (Stanghellini, 2007). Negli anni '80 e '90 si parlava, infatti, di abbandonare la visione punitiva della crisi e di propendere, invece, verso un'ideologia di recupero dell'impresa. Ma questo assetto non fu applicato fino alle riforme di inizio anni Duemila, che continuarono a mantenere l'impostazione del codice del 1942 il quale dava centralità alla gestione della crisi prevalentemente attraverso la liquidazione. Ecco dunque che, ai fini della presente tesi, la Legge Fallimentare del 1942 costituisce l'incipit per analizzare il cambiamento storico e normativo della disciplina della crisi d'impresa in Italia, poiché il suo carattere liquidatorio e creditorio si colloca agli antipodi rispetto all'attuale disciplina prevalente, che predilige la valorizzazione del risanamento e della continuità aziendale anche attraverso strumenti di finanza straordinaria.

Si è quindi attuato un vero e proprio passaggio culturale dalla liquidazione alla conservazione del valore, che collega le trasformazioni normative che verranno esaminate nei paragrafi successivi.

Le riforme del nuovo millennio

Le riforme del nuovo millennio, a partire dal 2005, maturano in una realtà economica e istituzionale fortemente mutata. Si assiste alla necessità di salvaguardare la continuità produttiva in situazioni di crisi di imprese operanti in settori strategici e, allo stesso tempo, diventano sempre più incisive le richieste da parte dell'Unione Europea di una gestione più moderna dell'insolvenza, in conformità con le best practices internazionali. Con la riforma del 2006 (D.Lgs. n. 5/2006), il legislatore ha riordinato le procedure concorsuali con l'obiettivo di ridurre tempi e costi del dissesto, garantendo allo stesso tempo una maggiore autonomia all'imprenditore. In questo contesto, il concordato

preventivo ha assunto un ruolo centrale, offrendo soluzioni più elastiche e alternative alla sola liquidazione fallimentare.

Questo percorso di rinnovamento è proseguito con il D.Lgs. 169 del 2007, che ha reso più semplice l'accesso alla procedura (Fauceglia, 2019). L'imprenditore poteva predisporre un piano di continuità dell'attività, garantendo il soddisfacimento dei creditori ed evitando la liquidazione del patrimonio. Ciò è anche alla base dell'attuale Codice della crisi, secondo il quale la continuità aziendale rappresenta un valore da preservare per tutelare il sistema produttivo.

Purtroppo, questo nuovo modo di gestire la crisi d'impresa, comportò un eccessivo ricorso al concordato preventivo, spesso attuando piani poco credibili che limitavano un'adeguata soddisfazione dei creditori. Un'ulteriore evoluzione si è realizzata nel 2008 a causa della crisi finanziaria globale, che ha colpito pesantemente anche il mondo imprenditoriale italiano. Il legislatore, con il D.L. 83/2012 (convertito nella L. 134/2012), ha adottato nuovi strumenti come gli accordi di ristrutturazione dei debiti, ex art. 182-bis L.F., introducendo una vera e propria protezione anticipata per l'impresa richiedente il concordato, attraverso l'istituto del cosiddetto "pre-concordato". Si trattava di innovazioni che avevano lo scopo di far emergere precocemente le crisi, favorendo la messa in luce delle difficoltà finanziarie (Fauceglia, 2019). Il D.L. 83/2015 (convertito nella L. 132/2015) ha dato maggiore importanza alla continuità aziendale nel concordato, stabilendo forme di controllo più rigide sui piani e una maggiore tutela dei creditori privilegiati. Le riforme del decennio 2005-2015 hanno, dunque, segnato il passaggio a una gestione che puntasse al recupero e rilancio aziendale.

Nonostante i rilevanti passi avanti, la normativa appena illustrata risultava frammentaria e caratterizzata da continue modifiche legislative d'emergenza, non sempre adeguatamente coordinate tra loro. Si assiste a una "stagione di riforme senza codice", costellata da numerosi provvedimenti che non riuscivano a costituire un quadro organico e sistematico (Irrera, 2023).

Dal punto di vista dell'elaborato, le riforme del nuovo millennio sono di fondamentale importanza, perché il diritto concorsuale italiano ha iniziato a diventare un terreno fertile per l'implementazione di operazioni di finanza straordinaria e di riequilibrio patrimoniale come strumenti chiave del risanamento, anticipando l'impostazione più

evoluto che si realizzerà pienamente nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (2019).

Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019)

Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), introdotto con il D.lgs. 14 gennaio 2019, n. 14, è senza dubbio la riforma più incisiva della disciplina della crisi e dell'insolvenza in Italia dalla legge fallimentare del 1942. L'emanazione del decreto è conseguenza della delega contenuta nella Legge 19 ottobre 2017, n. 155, finalizzata a unificare la normativa, superando gli interventi parziali che avevano caratterizzato i decenni precedenti (Rordorf, 2019). Le novità introdotte dal Codice mettono al centro la trasparenza, la cooperazione tra le parti, la responsabilità degli organi societari e la garanzia della continuità aziendale, pur compatibili con la soddisfazione dei creditori (Della Rocca & Grieco, 2019). La crisi diventa in questo modo un evento fisiologico nella vita dell'impresa, da affrontare in ottica di risanamento.

Il Codice della Crisi introduce strumenti importanti di allerta, tra cui gli indicatori della crisi e gli obblighi di segnalazione a cui sono tenuti gli organi di controllo societari (Lo Cascio, 2019). L'obiettivo è permettere che emergano in modo precoce le difficoltà finanziarie, così da intervenire prima che si trasformino in insolvenza. Di grande importanza è anche la composizione negoziata della crisi, che costituisce la principale forma stragiudiziale utilizzata per garantire la continuità aziendale con un processo assistito da un esperto indipendente (Sanzo & Burroni, 2019). Per avviare la procedura, è stata creata una piattaforma telematica nazionale gestita dalle Camere di Commercio, volta a favorire trasparenza e accessibilità. Altro importante ruolo del Codice è stato anche il tentativo di armonizzare le procedure concorsuali, rendendo la normativa più compatta e istituendo il cosiddetto concordato semplificato per la liquidazione, utilizzabile quando la composizione negoziata non sia efficace (Della Rocca & Grieco, 2019). Questo istituto ha lo scopo di minimizzare i costi e i tempi, ma è tutt'oggi discusso dalla dottrina circa la sua effettiva validità (Rordorf, 2019). Le criticità rilevate sono relative al sistema degli indicatori, che rischia di risultare di complessa applicazione pratica, soprattutto per le piccole imprese (Lo Cascio, 2019), e alla riuscita della composizione negoziata, che è fortemente influenzata dalla disponibilità dei creditori e dalle capacità dell'esperto nominato (Sanzo & Burroni, 2019). Il CCII riveste particolare rilevanza poiché agevola l'adozione di strumenti di corporate finance nelle procedure di

risanamento. La tempestiva emersione della crisi e la trasparenza informativa creano condizioni più favorevoli all'intervento di investitori e operatori finanziari, attenuando il rischio di asimmetrie informative. Inoltre, strumenti come la composizione negoziata consentono di agevolare le trattative con i creditori, favorendo operazioni di ristrutturazione del debito e ricapitalizzazione, coerentemente con lo scenario di un turnaround basato su leve finanziarie piuttosto che prettamente giudiziali (Della Rocca & Grieco, 2019).

L'armonizzazione europea e la Direttiva (UE) 2019/1023

Spostando l'attenzione sul piano internazionale, una tappa fondamentale del processo di armonizzazione delle discipline europee in ambito crisi d'impresa e insolvenza è rappresentata dalla Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019. Essa affronta i temi della ristrutturazione preventiva, nonché delle misure per rendere più efficaci le procedure di risanamento ed estinzione debitoria (Direttiva UE, 2019). La finalità della Direttiva è di istituire un "level playing field" normativo tra gli Stati membri, allo scopo di attenuare le differenze nazionali che rendevano difficoltosa la gestione transfrontaliera delle crisi d'impresa. Essa formalizza strumenti di ristrutturazione preventiva, resi accessibili in fase antecedente all'insolvenza dell'impresa, in modo tale da migliorare la prevedibilità e la rapidità delle procedure (Parlamento Europeo e Consiglio, 2019). È un chiaro riferimento al modello statunitense del Chapter 11, che permette alle imprese di continuare l'esercizio delle proprie attività contemporaneamente alla negoziazione di un piano di ristrutturazione con i creditori. La Direttiva, pur replicando tale approccio al contesto europeo, punta ad analoghi strumenti di continuità e ristrutturazione anticipata (Eidenmüller, 2017). Inoltre, la normativa europea definisce l'interruzione temporanea delle azioni esecutive individuali, la formazione di classi di creditori per la votazione dei piani e l'opportunità di approvare il piano anche se alcune classi dissentono (*cross-class cram-down*) (Panzani, 2022). Ciò favorisce l'entrata di nuovi capitali nell'impresa, fortificando il ruolo della finanza straordinaria nel risanamento (Fauceglia, 2019). In Italia, la Direttiva è stata recepita con il D.lgs. 17 giugno 2022, n. 83, che ha aggiornato il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019), cambiando soprattutto la disciplina del concordato preventivo e la tutela dei creditori in fase di ristrutturazione. Le criticità evidenziate riguardano la difficoltà nell'attuazione della presente normativa tra gli Stati

membri, data la loro eterogeneità, e alla problematica attuazione delle procedure da parte delle PMI (Garrido, DeLong, Rasekh & Rosha, 2021).

Tuttavia, è certo che la Direttiva contribuisca alla creazione di un diritto europeo della crisi d'impresa, fondato su prevenzione, tutela dei finanziamenti e continuità aziendale, costituendo un ambiente più favorevole per l'impiego di strumenti di finanza straordinaria nei processi di risanamento.

1.3 Le cause della crisi

Dopo aver analizzato l'evoluzione storica e normativa della disciplina della crisi d'impresa in Italia e in Europa (paragrafo 1.2), è necessario concentrarsi sulle cause concrete che provocano l'emergere della crisi aziendale. Le norme delimitano l'ambiente in cui nascono le difficoltà economiche e manageriali dell'azienda. Le cause della crisi possono essere classificate in tre grandi categorie:

- cause economiche, legate all'andamento del mercato, alla capacità competitiva e alla gestione strategica;
- cause patrimoniali, che riguardano la struttura degli investimenti e delle fonti di finanziamento;
- cause finanziarie, relative alla liquidità, alla solvibilità e al rapporto tra entrate e uscite di cassa.

La dottrina approva fortemente tale ripartizione (Onida, 1971; Coda, 1988; Airoldi, Brunetti & Coda, 1994), che ha un ruolo fondamentale per un'analisi delle origini del dissesto, ma soprattutto per individuare i possibili mezzi di intervento. Infatti, la crisi viene vista come un fenomeno multidimensionale, che non può essere giustificato esclusivamente da una prospettiva economica o normativa (Guatri, 1995). Per questo motivo, nei paragrafi successivi procederemo ad un'analisi separata delle tre macrocategorie di cause, iniziando da quelle economiche, che spesso costituiscono la fonte originaria dei fenomeni degenerativi che avranno poi impatto sul piano patrimoniale e finanziario.

Cause economiche

La prima tipologia di causa che impatta il bilancio di un'impresa è quella economica, che è la determinante più frequente di crisi d'impresa e può manifestarsi attraverso squilibri

tra costi e ricavi, calo di competitività, inefficienze gestionali o incapacità di resilienza al mutare del contesto esterno (Guatri, 1995). È fondamentale che queste condizioni non si manifestino, poiché senza la sostenibilità economica verrebbe meno la possibilità per l'impresa di sopravvivere nel lungo periodo: l'equilibrio patrimoniale e finanziario diventa, infatti, impossibile da garantire senza adeguata redditività. Analizziamo ora i fenomeni sopracitati che influenzano negativamente la condizione economica di un'impresa.

1. Squilibrio tra costi e ricavi

Il segnale più evidente di crisi economica è dato dall'incapacità dell'azienda di mantenere una differenza positiva tra ricavi e costi operativi. Quando questi ultimi superano i ricavi caratteristici, l'impresa registra un margine operativo lordo negativo ($EBITDA < 0$). Ad esempio, l'aumento significativo dei costi dell'energia è una manifestazione concreta di come la crisi economica si sia presentata maggiormente nei settori ad alto consumo energetico. Da un'analisi dei dati ISTAT (2022), ci si accorge che nel 2021 i costi energetici delle imprese manifatturiere italiane hanno subito un incremento in media del 30%, con un'incidenza fino al 12% del fatturato nei settori metallurgia e carta. Quindi, un'impresa con 10 milioni di euro di fatturato che inizialmente sosteneva costi energetici pari a 900.000 euro, potrebbe aver subito un aumento degli stessi fino a circa 1.170.000 euro. Considerando altri costi ipotetici di 9.000.000 euro, un utile operativo di 100.000 euro si vedrebbe trasformato in una perdita di 170.000 euro.

Questi squilibri tendono a diventare strutturali qualora l'impresa non abbia la capacità di gestire l'aumento dei prezzi di vendita o di ridurre i costi tramite efficienza produttiva.

2. Influenza dei cicli macroeconomici

Anche le condizioni macroeconomiche sono una componente che incide direttamente sulle prestazioni delle imprese. Le fasi di recessione abbattano la domanda e i margini di profitto, mentre le contingenze favorevoli incrementano i ricavi (Schumpeter, 1939).

L'esempio più emblematico di crisi economica è quella del 2008-2009, in cui il PIL italiano subì un calo del 5,5% (Banca d'Italia, 2010), che intaccò i bilanci aziendali. A confermare la criticità del periodo, l'analisi dei dati storici mostra come la congiuntura del 2008-2009 abbia ridotto notevolmente il reddito netto delle PMI italiane, con il ROE

mediano che è crollato dal 7,2% (valore pre-crisi del 2007) a un 1,7% nel 2009 (Cerved, 2021). Nello specifico vediamo il caso del comparto automobilistico, dove la produzione in Italia crollò da oltre 1,2 milioni di veicoli nel 2007 a circa 660.000 nel 2009, con un calo dei ricavi di oltre il 35% (ANFIA, 2020). Questo dimostra come la ciclicità macroeconomica possa provocare enormi squilibri anche a livello microeconomico.

3. Inefficienze organizzative e gestionali

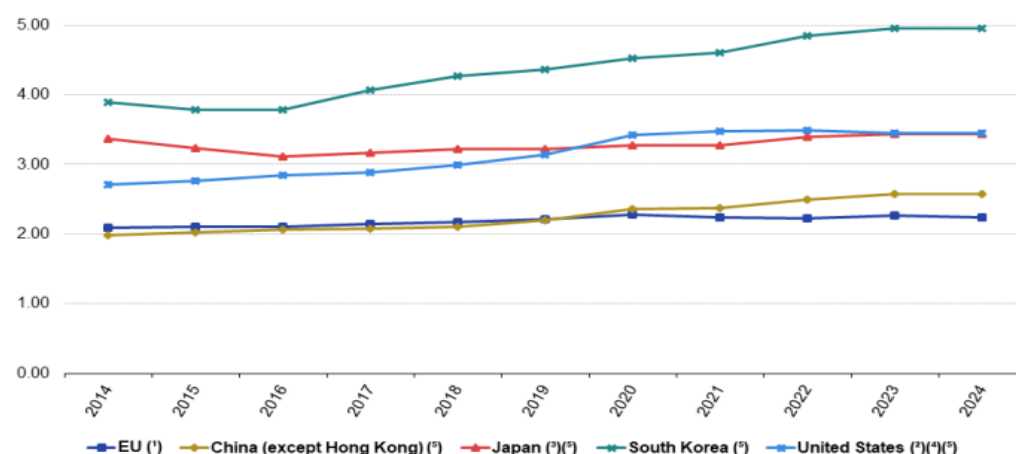
Un'organizzazione rigida e scarsamente reattiva ai cambiamenti di mercato può mettere in moto una crisi economica, provocata da cause endogene come processi decisionali e burocratici lenti, nonché mancanza di managerialità (Coda, 1988; Grant, 2021; Teece et al., 1997). Mediobanca e Unioncamere (2022) hanno rilevato come le inefficienze nella gestione rendano le imprese molto vulnerabili, visto che nel periodo esaminato (2011-2020), le medie imprese aventi una struttura organizzativa rigida e una governance senza figure manageriali esterne hanno registrato un valore aggiunto per addetto (produttività del lavoro) inferiore di oltre il 20% rispetto alle imprese con modelli gestionali più evoluti. Tale indicatore si calcola rapportando il Valore Aggiunto (differenza tra il valore della produzione e i costi sostenuti per l'acquisto di beni e servizi) al numero di dipendenti impiegati nell'attività produttiva. Esso rappresenta la capacità dell'organizzazione di generare nuova ricchezza attraverso il lavoro del personale; pertanto, un deficit del 20% è la conseguenza di processi decisionali inefficienti e di una scarsa ottimizzazione delle risorse interne, fattori che nel lungo periodo destabilizzano la sostenibilità finanziaria favoriscono il sorgere di crisi aziendali.

4. Innovazione e tecnologia

La carenza di investimenti in ricerca e sviluppo (R&S) rappresenta un fattore chiave della crisi economica, limitando la competitività internazionale delle imprese. I dati Eurostat relativi alla spesa lorda in R&S, infatti, mostrano come l'Unione Europea, pur mantenendo un trend costante, abbia un'intensità di investimento inferiore rispetto ai principali competitor globali.

Gross domestic expenditure on R&D, 2014-2024

(%, relative to GDP)



(¹) 2014 to 2024 data: estimates

(²) excludes most or all capital expenditure, definition differs: 2014-2023

(³) 2018: break in series

(⁴) 2015, 2016, 2021 and 2023: break in series

(⁵) 2023 data

Source: Eurostat (online data code: rd_e_gertot) and OECD database

eurostat

Figure 1: Gross domestic expenditure on R&D, 2014-2024

Schema – fonte: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=R%26D_expenditure

Secondo le rilevazioni dell'Eurostat (2024):

- L'Unione Europea ha registrato un'intensità di R&S pari al 2,24% del PIL nel 2022, con una stima di lieve calo al 2,23% per il 2024.
- Tale valore appare distante dalle performance della Corea del Sud, che guida la classifica con il 4,96%, e degli Stati Uniti, stabili al 3,45%.
- La Cina ha progressivamente superato la media europea, attestandosi al 2,57% nel 2024.

Ciò è dovuto alla minore capacità competitiva delle imprese europee, in particolare quelle operanti nei mercati internazionali. Si desume come l'aumento delle spese di R&S delle imprese risulta determinante per il consolidamento economico e l'innovazione tecnologica.

L'impatto di tali divergenze negli investimenti si riflette direttamente sulla dinamica delle vendite estere: secondo i dati Unioncamere (2022), nel decennio 2011-2020, le medie imprese industriali capaci di investire costantemente in innovazione e R&S (le cosiddette "imprese dinamiche") hanno registrato una crescita cumulata del fatturato estero del +46,8%, contro performance nettamente inferiori delle realtà meno innovative. Tale differenza conferma come il minor orientamento tecnologico europeo

rispetto ai partner extra-UE citati si traduca in una crescita dei ricavi da esportazione più lenta, esponendo le imprese a una perdita di competitività sui mercati globali.

5. Strategie di prezzo e di mercato

Le politiche di prezzo errate rappresentano un'ulteriore causa di crisi economica. Un'impresa che basa le sue strategie competitive solo sul prezzo rischia di limitare esageratamente i margini operativi, in particolare se inserita in contesti fortemente internazionalizzati. Le imprese possono, inoltre, rischiare una crisi economica anche espandendosi in mercati saturi o con bassa domanda, vedendosi costrette ad aumentare investimenti e costi di marketing senza un corrispondente incremento dei ricavi. Ciò può influenzare negativamente la redditività e intaccare negativamente il capitale circolante, accentuando il rischio di crisi (Kotler & Keller, 2016; Grant, 2021). Un esempio rilevante consiste nella situazione del settore tessile italiano nel periodo 2008-2014. Secondo il report di Intesa Sanpaolo (2015), le imprese che non hanno investito in qualità o marchi propri hanno ottenuto risultati non soddisfacenti. Le imprese meno dinamiche hanno registrato margini operativi (EBITDA) prossimi al 4-5%, contro il 10,2% raggiunto nello stesso periodo dalle imprese migliori del settore. Questa divergenza mostra che il tentativo di competere solamente sul costo in un mercato evoluto ha condotto a un calo notevole dei ricavi, rendendo queste realtà incapaci di produrre risorse sufficienti per investimenti futuri e portandole gradualmente verso l'insolvenza.

Riportiamo sinteticamente nella tabella successiva i casi considerati che ci aiutano a vedere più concretamente le cause economiche della crisi:

Causa economica	Esempio	Impatto	Fonte
Aumento costi	+30% costi energia (2021)	-270.000 € margini su fatturato esemplificativo di 10 mln	ISTAT (2022)
Crisi macroeconomica	Crisi 2008-2009	PIL Italia -5,5% (2009), ROE mediano da 7,2% (2007) a 1,7% (2009) e -35% fatturato settore automobilistico	Banca d'Italia (2010), Cerved (2021) e ANFIA (2020)

Inefficienza gestionale	Imprese con assetti organizzativi rigidi e una governance senza manager esterni	Valore aggiunto per addetto inferiore di oltre il 20% rispetto alle imprese dinamiche	Mediobanca e Unioncamere (2022)
Bassa innovazione	Investimenti UE in R&S (circa 2,2%) < Paesi extra-UE	Crescita fatturato estero (+46,8%) per imprese "R&D oriented", risultati ridotti per le altre	Eurostat (2024), Unioncamere (2022)
Strategia errata	Settore tessile 2008-2014	EBITDA 4-5% imprese con poco focus su aumento qualità (e conseguentemente prezzo) dei prodotti contro 10,2% imprese dinamiche	Report Intesa Sanpaolo (2015)

Cause economiche della crisi con esempi: autoprodotta

Cause patrimoniali

Prima di trattare le cause patrimoniali della crisi d'impresa, è fondamentale definire una situazione di solidità patrimoniale in cui l'azienda dovrebbe trovarsi. È una condizione necessaria da non intendere come un semplice valore contabile, basato sulla sola osservazione di uno stato patrimoniale, bensì come un complesso di decisioni strategiche sulle modalità di composizione delle fonti (debito vs equity) e sull'utilizzo degli impieghi (immobilizzazioni vs capitale circolante) (Brealey et al., 2023). Per prima cosa, un'azienda equilibrata presenta delle fonti di finanziamento ripartite in modo da bilanciare il rischio e il rendimento: la scelta di puntare su una maggiore componente debitoria risponde spesso alla volontà di ridurre il costo medio ponderato del capitale sfruttando lo scudo fiscale del debito, mentre una maggiore quota di patrimonio netto risponde a obiettivi di stabilità e prudenza strategica. Il costo medio ponderato del capitale (WACC) viene, quindi, ridotto dalla deducibilità fiscale degli oneri finanziari (effetto "tax shield"), mentre una struttura più ricca di equity funge da cuscinetto maggiore contro le perdite, rendendo l'impresa più resistente in situazioni di crisi di liquidità o di deterioramento patrimoniale (Modigliani & Miller, 1958; Modigliani & Miller, 1963; Brealey et al., 2023). Questo concetto può essere spiegato dalla formula che esprime la relazione tra il rendimento per l'azionista (ROE) e il rendimento operativo

dell'investimento (ROI), al costo del debito ROD (Return on Debt) e al leverage (inteso come rapporto D/E):

$$ROE = ROI + (ROI - ROD) \times \frac{D}{E} \times (1 - t)$$

La formula evidenzia che la leva incrementa il ROE solo se il ROI supera il costo del debito: ad esempio, con ROI = 8% e ROD = 3% e un'aliquota fiscale $t = 20\%$, una struttura con debito 40% ed equity 60% ($D/E \approx 0,67$) genera un ROE $\approx 10,68\%$ ($0,08 + [(0,08 - 0,03) \times 0,67 \times (1 - 0,2)] \approx 0,1068$), mentre lo stesso leverage, applicato quando $ROI < ROD$, tende a deprimere il ROE. Il WACC, invece, si calcola come media ponderata del costo delle fonti di finanziamento, considerando il beneficio fiscale (tax shield) sul debito:

$$WACC = \frac{E}{D + E} r_e + \frac{D}{D + E} r_d (1 - t)$$

Esso varia al mutare della struttura. Bisogna tener conto che ridurre l'equity a favore del debito può ridurre momentaneamente il WACC, ma provoca un aumento della volatilità generata dalla probabilità che shock negativi annullino i vantaggi di costo (Myers, 1984; Brigham & Ehrhardt, 2019). Ciò evidenzia come le decisioni sul rapporto D/E devono essere adeguate alla qualità del debito (scadenze lunghe, tassi favorevoli fissi o variabili) e alla natura degli impieghi. In tal caso, l'impresa potrebbe godere della leva in modo vantaggioso. Se invece il debito fosse di breve termine e oneroso, il suo peso sui flussi di cassa potrebbe rendere un vantaggio teorico un rischio di default (Modigliani & Miller, 1963; Jensen & Meckling, 1976).

Analogamente rilevante è la corretta ripartizione dell'attivo: la decisione sulla quota di fonti raccolte da impiegare rispettivamente in immobilizzazioni e capitale circolante deve essere ponderata relativamente alla fase del ciclo di vita aziendale e delle caratteristiche settoriali. Un'impresa in fase di espansione o che opera in settori capital-intensive attribuirà una quota più alta di risorse alle immobilizzazioni; ciò è coerente se queste ultime producono ritorni continuativi e compatibili con la struttura delle fonti (Grant, 2021; Coda, 1988). Bisogna considerare che in periodi di scarsità della domanda, la conversione in liquidità dei beni pluriennali diventa costosa o lenta (c.d. asset illiquidi), mentre le svalutazioni si traducono immediatamente in perdite patrimoniali. Invece, dare eccessivo peso alla componente monetaria dell'attivo circolante (con scorte contenute e limitato dilazionamento dei crediti) migliora la capacità di affrontare

mutamenti nel breve termine. D'altra parte, un eccesso di liquidità fossilizzata in inventario o in crediti di difficile incasso, può compromettere la redditività e legare capitale improduttivo (Altman, 1968). Abbiamo quindi intuito che la crisi patrimoniale non è mai provocata da un singolo fattore isolato ma sorge dall'interrelazione tra: i) erosione consistente e prolungata del patrimonio netto (perdite cumulate, distribuzioni di utili non sostenibili, mancate ricapitalizzazioni); ii) immobilizzazioni sovradimensionate o soggette a impairment (svalutazione); iii) squilibri del capitale circolante netto operativo (dovute a componenti non liquide del circolante sproporzionate rispetto alle passività correnti); iv) politiche di governance che non favoriscono la detenzione dei livelli prudenziali di patrimonio (Brealey et al., 2023).

Cause finanziarie

Le cause finanziarie della crisi si riferiscono all'incapacità dell'impresa di mantenere un equilibrio tra entrate e uscite, compromettendo la solvibilità sia nel breve che nel medio periodo. Sebbene sia spesso l'anticamera di squilibri economici, essa possiede una propria autonomia analitica legata alla gestione della liquidità e delle fonti di finanziamento (Altman, 1968), soprattutto in chiave di risanamento.

Un elemento fondamentale del dissesto finanziario è riconducibile allo **squilibrio del Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)**, che definiamo come:

$$CCNO = Crediti commerciali + Rimanenze - Debiti commerciali$$

Un CCNO eccessivamente elevato assorbe risorse finanziarie preziose, sottraendole alla gestione corrente (Shin & Soenen, 1998). L'analisi di tale squilibrio può essere affrontata attraverso lo studio degli indici di durata:

$$Giacenza\ media\ rimanenze = \frac{Rimanenze}{Costo\ del\ venduto} \times 360$$

$$Durata\ media\ crediti\ commerciali = \frac{Cred.\ v/clients}{Fatturato} \times 360$$

$$Durata\ media\ debiti\ commerciali = \frac{Deb.\ v/fornitori}{Costo\ acquisto\ materie\ prime} \times 360$$

Un eccessivo numero di giorni di giacenza media delle rimanenze e un'alta durata media dei crediti commerciali indicano un elevato CCNO per il conseguente quantitativo di

scorte non vendute e crediti non incassati, sintomo di scarsa liquidità e indicatore di probabile insolvenza.

La durata media dei debiti commerciali agisce in senso inverso. Infatti, un valore elevato permette di dilazionare i pagamenti, conservando la liquidità aziendale e migliorando la solvibilità nel breve termine. Perciò, la stabilità finanziaria della gestione operativa si ottiene quando la sommatoria dei tempi di incasso e di giacenza risulta inferiore ai tempi medi di pagamento dei fornitori, garantendo un ciclo del circolante virtuoso (Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2007).

Oltre alla gestione del capitale circolante, una crisi finanziaria può manifestarsi in caso di **squilibrio tra fonti e impieghi**. Ciò succede quando le passività correnti e consolidate e il patrimonio netto non sono finanziariamente coerenti con gli impieghi in attivo circolante o immobilizzato, sfociando in casi estremi nell'insolvenza.

Un primo indicatore di questa coerenza è l'**indice di copertura delle immobilizzazioni**, espresso da:

$$\text{Indice di copertura} = \frac{PN}{\text{Attivo immobilizzato}}$$

Per garantire un equilibrio finanziario di lungo periodo alla società, il valore ideale di questo indice dovrebbe essere superiore a 1 (o al 100%). Un valore inferiore segnala che una parte delle attività fisse, che per natura hanno tempi di recupero dell'investimento lenti, è finanziata da capitale di terzi. Se tale debito è prevalentemente a breve termine, l'impresa si trova in una situazione di vulnerabilità, poiché dovrà rimborsare i creditori prima che gli investimenti abbiano generato il flusso di cassa necessario (Myers, 1977).

Per valutare la capacità di reazione immediata a tali tensioni, si ricorre al **Quick Ratio** (o acid test), calcolato come:

$$\text{Quick ratio} = \frac{(\text{Attivo corrente} - \text{Rimanenze})}{\text{Passivo corrente}}$$

A differenza del *Current Ratio*, questo indice esclude le rimanenze, che sono la componente meno liquida dell'attivo circolante. Un valore maggiore di 1 indica una struttura finanziaria equilibrata, in cui le attività sono sufficienti a coprire le passività a breve. Valori inferiori a 1 indicano, invece, che l'azienda dipende dalla vendita delle

scorte per far fronte ai propri impegni immediati, rischiando una crisi di liquidità nel caso in cui si verificasse un rallentamento del mercato (Altman, 1968).

La sostenibilità della struttura finanziaria viene anche misurata con la **Posizione Finanziaria Netta (PFN)** e il **Leverage**. La PFN, data dalla differenza tra i debiti finanziari, la cassa e le attività finanziarie liquide, rappresenta l'esposizione reale dell'impresa verso i finanziatori esterni. Questo indicatore ci tornerà molto utile nel capitolo relativo alla valutazione societaria. Il Leverage, invece inteso in questa sede come rapporto tra PFN e Patrimonio Netto ($\frac{PFN}{PN}$), esprime il grado di dipendenza dai mezzi di terzi.

In un'ottica finanziaria, un Leverage elevato (generalmente sopra il valore di 2 o 3, a seconda del settore) indica una scarsa solidità patrimoniale e una rigidità finanziaria, visto che gran parte dei flussi di cassa operativi (FCFO) sarà assorbita dal servizio del debito (quota capitale e interessi), riducendo i margini di manovra per il turnaround (Jensen & Meckling, 1976). Un'impresa con PFN elevata rispetto al proprio flusso di cassa operativo (che parte dall'EBITDA per il calcolo) è una società che, pur essendo magari redditizia, è gravata dal peso degli oneri finanziari, avvicinandosi alla condizione di Default (Modigliani & Miller, 1963). Per una visione d'insieme, riportiamo di seguito uno schema di sintesi dei principali indicatori analizzati:

Categoria	Indicatore	Formula Sintetica	Valore Soglia / Obiettivo	Significato in ottica Crisi
Ciclo del Circolante	Ciclo Monetario	$GG(Crediti) + GG(Scorte) - GG(Fornitori)$	< 0 (Virtuoso)	Se elevato, indica risorse "intrappolate" che generano crisi di liquidità.
Liquidità	Quick Ratio	$\frac{(Attivo\ corrente - Rimanenze)}{Passivo\ corrente}$	> 1	Se < 1, l'azienda dipende dalla vendita delle scorte per pagare i debiti immediati.
Solidità	Copertura Immobilizzazioni	$\frac{PN}{Attivo\ immobilizzato}$	> 1	Se < 1, asset a lungo termine sono finanziati da debito a breve (mismatch).
Indebitamento	Leverage	$\frac{PFN}{PN}$	2 - 3 (Max)	Se elevato, indica dipendenza estrema da terzi e rigidità finanziaria.
Sostenibilità	PFN / EBITDA	$\frac{PFN}{EBITDA}$	Variabile per settore	Misura quanti anni di cassa operativa servono per estinguere il debito.

Tabella - Sintesi degli indicatori per il monitoraggio della crisi finanziaria. Fonte: elaborazione dell'autore.

Un'ulteriore fonte di crisi finanziaria è definita dalla dottrina come "Sovraindebitamento strutturale" (o **debt overhang**). Si tratta di una condizione in cui il peso delle passività nel bilancio della società diviene talmente oneroso da scoraggiare qualunque nuovo apporto di capitale, sia esso di debito o di rischio. In questo scenario, i finanziatori esterni

e gli stessi azionisti percepiscono che ogni eventuale surplus di liquidità generato dalla gestione non verrà utilizzato per finanziare la crescita o nuovi progetti a valore aggiunto ($VAN > 0$), ma sarà quasi interamente assorbito dal rimborso dei creditori esistenti (Hennessy, 2004). Ne scaturisce una paralisi finanziaria per l'impresa, che, privata dell'accesso a nuove risorse, si trova impossibilitata a rifinanziarsi e scivola in una spirale di declino in cui il costo del capitale (WACC) finisce per eccedere la redditività degli investimenti (Jensen & Meckling, 1976).

Al di là dei problemi legati alla struttura del capitale, un altro fattore decisivo nel generare la crisi è l'assenza di una puntuale **pianificazione dei flussi di cassa prospettici**. Valutare se un'impresa sopravviverà basandosi solo sui bilanci passati è un errore metodologico: la vera solvibilità si misura infatti attraverso la capacità di prevedere come si muoveranno le entrate e le uscite monetarie nei mesi a venire. Tali proiezioni andrebbero elaborate partendo dalle medie storiche, opportunamente rettificata in funzione del tasso di crescita atteso e della specifica fase del ciclo di vita in cui si trova l'azienda. È evidente, ad esempio, che un'impresa in fase di espansione che scelga di incrementare il proprio parco macchine andrà incontro a un aumento dei flussi di cassa operativi più che proporzionali nel lungo periodo (Damodaran, 2012). Senza modelli di forecasting capaci di integrare in modo corretto i piani di investimento (CAPEX, "Capital Expenditures") e i disinvestimenti, sembra impossibile prevedere puntualmente la capacità di rimborso del debito da parte dell'impresa. È tale lacuna che impedisce al management di individuare tempestivamente quegli squilibri che, secondo il D.lgs. 14/2019, costituiscono i segnali d'allerta fondamentali per conservare la continuità aziendale.

1.4 I segnali precoci e i sistemi di allerta

Un efficace intervento di turnaround aziendale si fonda sulla tempestiva rilevazione della crisi, poiché il valore economico dell'impresa tende a ridursi sempre di più man mano che il declino si avvicina all'insolvenza. È in questa sede che i segnali precoci (early warning signals) risultano fondamentali per attivare rapidamente i processi di risanamento. Come anticipato nei precedenti paragrafi, la crisi è vista come un processo incrementale, con prime manifestazioni spesso di natura qualitativa e attinenti all'area strategica e della governance (Guatri, 1995). Questi segnali rappresentano le radici della crisi, che si verificano molto prima degli effetti sui quozienti di bilancio. Il punto di

partenza è spesso il deterioramento delle dynamic capabilities (Teece et al., 1997), ovvero quella paralisi che impedisce all'azienda di evolvere insieme al mercato. Il declino in questione comprende una serie di circostanze, tra cui l'obsolescenza del portafoglio prodotti, che non si manifesta quasi mai come un crollo improvviso, quanto come una perdita progressiva di centralità nel posizionamento sul mercato. Questo fenomeno descrive una situazione in cui l'azienda rimane incastrata a produrre beni o servizi che non rispondono più alle esigenze attuali dei consumatori, rendendo l'intera strategia di business inefficace (Christensen, 2015). Se l'azienda risulta esageratamente statica tende ad accumulare scorte invendute, che costringono a effettuare sconti aggressivi nel tentativo disperato di generare cassa. In pratica, l'azienda entra in crisi perché perde clienti proprio in quei settori che sono sempre stati la sua principale fonte di profitto. Quando i concorrenti sottraggono i volumi di vendita più importanti, l'impresa perde potere contrattuale e controllo sui prezzi (Porter, 2008). Ciò, unito a una struttura di costi fissi che non può essere ridotta velocemente, riduce i margini operativi fino a erodere l'EBITDA, impossibilitando l'azienda a sostenere la propria struttura industriale. Oltre a questo deterioramento commerciale citiamo un crollo interno anch'esso pericoloso, ovvero l'elevato turnover del personale chiave. Il know-how è una risorsa primaria per la sopravvivenza dell'impresa; quando le figure di vertice o i tecnici migliori se ne vanno, portano con sé quelle competenze e relazioni che tengono in piedi il valore aziendale (Grant, 1996). La fuga dei talenti provoca un costo di rimpiazzo e un clima deteriorato nella società che è spesso presagio di un abbandono da parte degli stakeholder finanziari. In ultima istanza, facciamo riferimento all'opacità informativa, cioè al ritardo nella produzione di report o nella consegna di dati alle banche, che equivale a un'ammissione di perdita di controllo sulla gestione. Questo comportamento aggrava i conflitti di interesse e i costi di agenzia (Jensen & Meckling, 1976), rendendo il percorso di risanamento più oneroso e complesso.

Mentre l'aspetto qualitativo ci permette di individuare il declino, la dimensione quantitativa misura la probabilità di insolvenza e la perdita della continuità aziendale. Con il CCII, individuare tali segnali è divenuto un obbligo normativo, poiché è necessario adottare adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili. Come evidenziato da Panizza (2023), l'assetto organizzativo deve essere un sistema forward-looking per intercettare in modo rapido eventuali segnali di crisi. In quest'ottica, la contabilità deve trasformarsi in uno strumento previsionale, basato su budget di tesoreria affidabili. Un

indicatore chiave per valutare la solvibilità prospettica è il DSCR, che il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (2019) considera fondamentale per valutare la sostenibilità del debito dell'azienda nei dodici mesi successivi. Esso rileva la capacità della gestione operativa di produrre flussi di cassa sufficienti a rimborsare il *servizio del debito* (costituito da quota capitale e interessi) secondo la formula:

$$DSCR = \frac{FCFO \pm \Delta CCNO - Imposte}{Servizio\ del\ debito}$$

Il FCFO (*Free Cash Flow from Operations*) rappresenta la cassa realizzata dalla gestione caratteristica senza considerare i flussi per investimenti operativi (CAPEX), mentre il servizio del debito è l'uscita totale prevista verso i creditori finanziari. Un DSCR superiore a 1,2 o 1,3 è sinonimo di una struttura finanziaria equilibrata (Damodaran, 2012). Al contrario, valori inferiori ad 1 segnalano una carenza nella liquidità strutturale che obbliga l'impresa a cercare altre risorse esterne o a effettuare disinvestimenti per non ricadere nello stato di default.

I sistemi di allerta usufruiscono anche di indicatori finanziari che provengono dagli studi empirici sulla previsione del fallimento, sui quali si fonda anche il DSCR stesso, che può essere considerato la versione evoluta di tali analisi. Vediamo, ad esempio, come Beaver (1966) abbia dimostrato che il rapporto tra i cash flow (inteso però come utile netto aumentato dei costi non monetari, tra cui ammortamenti e accantonamenti) e debito totale è uno degli strumenti di previsione più affidabili del dissesto, precedendo spesso l'allarme proveniente dagli indici di bilancio tradizionali. Successivamente dobbiamo fare riferimento al monitoraggio dei debiti scaduti e l'analisi di scoring basata su modelli di analisi discriminante (Altman, 1968) o modelli probabilistici (Ohlson, 1980). Di pari importanza è anche verificare che non ci sia un elevato rapporto tra Posizione Finanziaria Netta (PFN) ed EBITDA o un'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato superiore al 5%, che denoterebbero una rigidità finanziaria tale da compromettere la flessibilità necessaria per il turnaround. Come già analizzato in precedenza riguardo alle cause patrimoniali della crisi, la sostenibilità di questa struttura dipende in ultimo luogo dal costo del capitale, che è, infatti, influenzato dal delicato equilibrio tra il beneficio dello scudo fiscale del debito e l'aumento dei costi legati al rischio di insolvenza (Modigliani & Miller, 1963). È importante concludere facendo notare come l'integrazione di segnali qualitativi e quantitativi rappresenti una scelta strategica indispensabile per i temi che

saranno il fulcro dell'analisi del secondo capitolo, quali determinare l'Enterprise Value e la fattibilità di eventuali operazioni di finanza straordinaria.

Capitolo 2 - Analisi finanziaria e metodologie di valutazione

2.1 Riclassificazione dei bilanci e analisi dei flussi

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale contabile e a valori di mercato

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale è il primo passo per tradurre i dati contabili in informazioni “a valori di mercato”, che hanno lo scopo di supportare il processo di turnaround. Andiamo, dunque, a adottare il criterio delle pertinenze gestionali, che consente di isolare le componenti legate all’attività caratteristica dell’impresa da quelle puramente finanziarie o accessorie (Guatri, 1988).

L'obiettivo di tale operazione è, da un lato, determinare le grandezze contabili storiche della società, dall'altro, calcolare valori “fondamentali” di mercato (o intrinseci), che rappresentano il valore che un investitore attribuisce a un'attività analizzando le sue caratteristiche operative, la previsione delle performance future e la misurazione del rischio, indipendentemente dal prezzo di mercato corrente (Damodaran, 2012).

Vediamo, quindi, come in quest’ottica lo Stato Patrimoniale riclassificato diventa la base di calcolo dell'Enterprise Value, del valore dell'Equity e della Posizione Finanziaria Netta (Debt), di grande rilievo per la valutazione societaria (esaminata nei seguenti paragrafi).

IMPIEGHI (CIN)	FONTI
Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)	PFN (Debiti finanziari al costo ammortizzato)
Attivo Fisso Netto (AFN)	PN o Book Value

Figura - Schema dello Stato Patrimoniale riclassificato a valori contabili. Fonte: Elaborazione propria su basi Guatri (1988).

IMPIEGHI (Asset Value)	FONTI
Enterprise Value (EV)	PFN(MV) (Debito attualizzato al tasso r_d)
	Equity Value

Figura - Schema dello Stato Patrimoniale riclassificato a valori di mercato. Fonte: Elaborazione propria su basi Damodaran (2012) e Merton (1974).

Il Capitale Investito Netto (CIN) esprime la totalità degli impieghi delle risorse fornite come fonti di finanziamento dai principali stakeholder aziendali (creditori e azionisti). Tali risorse vengono allocate in due grandi categorie di impieghi. Il CIN è, infatti, composto dal CCNO (Capitale Circolante Netto Operativo) e dall'Attivo Fisso Netto (Guatri, 1988). Dal punto di vista di mercato, il CIN rappresenta l'elemento corrispondente a valori contabili dell'Enterprise Value (EV). Mentre il CIN contabile ci dice quanto capitale è stato storicamente immesso nell'impresa, l'Enterprise Value ci dice quanto quell'impresa vale oggi sulla base della sua capacità di generare flussi di cassa futuri. L'equilibrio tra le componenti del CIN è molto importante, poiché un eccesso di capitale immobilizzato rispetto a un circolante inefficiente può evidenziare una rigidità che ostacola il risanamento. Quindi, questa differenza comunica quanto l'impresa è in grado di generare profitti maggiori rispetto al costo del capitale investito (Ohlson, 1995).

Sulla destra dello schema, troviamo il Patrimonio Netto (PN o Book Value), che rappresenta il valore contabile della proprietà, mentre, nella valutazione d'azienda, questa grandezza prende il nome di Equity Value (o Market Cap per le società quotate). La differenza tra i due valori rappresenta ciò che gli investitori sul mercato attribuiscono in più (o in meno) all'azienda rispetto al suo effettivo valore contabile (Fama & French, 1995). Questa valutazione si basa sulle aspettative di rendimento futuro che si riflettono in migliori indici di redditività (ROI, ROE, ROS) e, di conseguenza, in potenziali aumenti dei dividendi, sia in termini di importo che di stabilità della remunerazione (Gordon, 1962), o in una riduzione del rischio di insolvenza per i creditori finanziari.

Sempre nel lato delle fonti di finanziamento, troviamo la Posizione Finanziaria Netta (PFN o Debt). A valori contabili, essa esprime l'esposizione verso i finanziatori iscritta in bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato, come quanto stabilito dal principio

contabile internazionale IFRS 9, Strumenti Finanziari (IFRS Foundation, 2014). Tale approccio consente di calcolare il valore del debito in un dato istante t con la formula seguente:

$$V_t = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + TIE)^i}$$

Dove:

- V_t (Valore contabile al tempo t): la quota di debito (passività finanziaria) iscritta nello Stato Patrimoniale riclassificato. È il valore che tiene conto dell'ammortamento dei costi di transazione lungo la vita del prestito.
- CF_i (Flussi di cassa in uscita): i pagamenti previsti dal contratto di finanziamento, che includono sia le quote capitale (rimborsi) che le quote interessi (cedole) che l'impresa deve corrispondere ai finanziatori.
- TIE (Tasso di Interesse Effettivo): il tasso che eguaglia esattamente il valore attuale dei flussi di cassa in uscita (CF_i) al valore iniziale del debito ricevuto, al netto degli oneri accessori.
- n : il numero di periodi rimanenti fino alla scadenza naturale del finanziamento.

Per precisione massima, è necessario spiegare meglio che il TIE non è un dato contrattuale (come il tasso nominale), ma deve essere calcolato come il Tasso Interno di Rendimento (TIR) che risolve l'equivalenza finanziaria al momento dell'erogazione ($i = 0$):

$$V_0 - C_0 = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1 + TIE)^i}$$

In cui:

- V_0 : l'importo lordo (nominale) del finanziamento concesso dalla banca.
- C_0 : i costi direttamente attribuibili all'operazione (spese di istruttoria, commissioni bancarie...).

Sottraendo questi costi dal nominale, il TIE risulta superiore al tasso di interesse nominale, riflettendo il costo reale dell'operazione.

Anche se l'IFRS 9 utilizza un criterio molto rigoroso, ovvero l'appena spiegato criterio del costo ammortizzato, la valutazione analitica finalizzata al turnaround (di cui discuteremo approfonditamente in seguito) richiede di considerare la Posizione Finanziaria Netta al suo valore di mercato (Fair Value). Questa scelta è giustificata dal fatto che la PFN deve essere vista come il valore attuale del sacrificio economico necessario per estinguere i debiti verso i finanziatori terzi.

La formula per la determinazione della PFN a valori di mercato diverge da quella contabile per l'utilizzo di un tasso di attualizzazione dinamico (r_d) applicato alle due componenti del debito:

$$PFN_{MV} = \left(\underbrace{\sum_{i=1}^n \frac{Interessi_i + Quota\ Capitale_i}{(1 + r_d)^i}}_{Debiti\ finanziari\ (MV)} \right) - Disponibilit\ Liquide$$

Dove il tasso r_d (costo del debito corrente) tiene conto delle due variabili fondamentali identificate da Damodaran (2012):

1. Rischio di Tasso: La variazione dei tassi risk-free di mercato rispetto al tasso fisso contrattuale modifica il valore attuale degli impegni. Un incremento dei tassi riduce il fair value delle passività preesistenti, evidenziando una potenziale opportunità di rinegoziazione o buyback del debito scontato.
2. Rischio di Credito (Default Risk): In situazioni di crisi, il mercato applica uno spread più elevato per il rischio di insolvenza. Come dimostrato dal modello di Merton (1974), il valore del debito è funzione del valore degli asset aziendali e della loro volatilità; perciò, un aumento del rischio riduce il valore di mercato della PFN. Questo scarto riflette la probabilità che i creditori non vengano rimborsati interamente. Ciò è un segnale che la valutazione secondo IFRS 9 non è in grado di individuare tempestivamente.

Guardando alla valutazione aziendale, la PFN costituisce il diritto prioritario dei creditori sul valore complessivo dell'azienda (Enterprise Value) e, infatti, solo dopo aver soddisfatto tale esposizione al suo valore di mercato è possibile determinare, per differenza, il valore residuo spettante agli azionisti, ovvero l'Equity Value (Ohlson, 1995):

$$Equity\ Value = Enterprise\ Value - PFN_{MV}$$

La corretta determinazione della PFN_{MV} è determinante nei processi di risanamento, poiché un indebitamento eccessivo rispetto alla vera capacità della gestione operativa di generare flussi di cassa (EBITDA) non solo erode il valore spettante agli azionisti, ma aumenta il rischio di insolvenza. Ciò influenza negativamente il rating aziendale e innalza il costo del capitale (Modigliani & Miller, 1958), rendendo meno efficace il piano di risanamento.

Quindi, la PFN è un fattore determinante per controllare l'equilibrio finanziario di lungo periodo, poiché garantisce il giusto rapporto tra la struttura delle fonti di finanziamento e degli impieghi (Guatri, 1988).

L'equilibrio finanziario è garantito dalla seguente identità:

$$CIN = PFN + PN \leftrightarrow Enterprise Value (EV) = PFN_{MV}(D) + Equity (E)$$

Il confronto speculare tra lo stato patrimoniale contabile e quello a valori di mercato è essenziale nel turnaround; infatti, l'analisi della risanabilità non può escludere il confronto tra il CIN e l'EV.

Quando l'Enterprise Value è inferiore al CIN, l'impresa sta distruggendo valore, rendendo necessaria una ristrutturazione dei processi aziendali o una cessione di asset non strategici (Teece et al., 1997). Come verrà approfondito nel paragrafo dedicato alle Value Maps, la differenza tra valore contabile e valore di mercato permette di avere un'idea iniziale sull'entità della crisi e di identificare gli strumenti per il recupero della redditività.

La riclassificazione del Conto Economico a Valore Aggiunto

Mentre lo Stato Patrimoniale definisce la struttura degli impieghi e delle fonti, la riclassificazione del Conto Economico a Valore Aggiunto è lo schema rielaborato del CE civilistico più idonea per il turnaround. È preferibile a quella a Costo del Venduto poiché rappresenta meglio la capacità dell'impresa di generare margini sufficienti a coprire i costi fissi e a remunerare il capitale investito. Lo schema a valore aggiunto distingue chiaramente tra costi esterni e costi del personale, misurando l'efficienza operativa ed evidenziando se la gestione caratteristica sia in grado di ripagare i debiti e sostenere l'impresa (Guatri, 1988). Il punto di partenza per interpretare i margini e le analisi successive è il documento rielaborato riportato di seguito, il quale costituisce la base per valutare dal punto di vista economico un business in crisi:

Conto Economico "a Valore Aggiunto"	
Ricavi netti di vendita	
+/- Variazione rimanenze prodotti finiti e semilavorati	
+ Altri ricavi e prestazioni	
= VALORE DELLA PRODUZIONE	
- Costi esterni di acquisto (materie prime, sussidiarie)	
- Costi per servizi e godimento beni di terzi	
= VALORE AGGIUNTO	Capacità dell'impresa di creare valore
- Costo del personale	
= EBITDA (Margine Operativo Lordo, MOL)	Cassa potenziale prodotta dalla gestione core
- Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni	
= EBIT (Risultato Operativo)	Redditività operativa (base per il ROI)
+/- Gestione finanziaria e accessoria	
= Risultato ante imposte (EBT)	
- Imposte sul reddito	
= UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	

Figura - Schema di Conto Economico rielaborato "a Valore Aggiunto". Fonte: Elaborazione propria su base Guatri (1988).

Partendo dal vertice dello schema, il primo margine che vediamo nel CE rielaborato è il valore aggiunto. In questa fase, l'analisi si concentra sulla capacità dell'impresa di trasformare i fattori produttivi in nuova ricchezza. Per un'azienda in crisi, un valore aggiunto basso o in calo è spesso il segnale di un business model deteriorato, dove l'impresa non riesce a creare valore dai propri processi interni o subisce il potere contrattuale dei fornitori (Guatri, 1988). Un valore aggiunto insufficiente indica che l'attività operativa non ha più senso di esistere dal punto di vista economico, poiché trasformare gli input in output non genera un beneficio tale da coprire i successivi livelli di costo, mostrando una distruzione di valore già alla base della catena produttiva.

Continuando ad esaminare il Conto Economico, si incontra l'EBITDA, ottenuto sottraendo il costo del personale al Valore Aggiunto. In ottica di turnaround, questo margine costituisce la risorsa finanziaria prodotta dalla gestione tipica, utile per il rimborso del debito e il finanziamento del capitale circolante. Un EBITDA negativo indica l'incapacità dell'azienda di far fronte ai propri oneri finanziari, rendendo la Posizione

Finanziaria Netta insostenibile e compromettendone l'Enterprise Value (Damodaran, 2012). L'EBITDA è di grande importanza perché può essere utilizzato come buona approssimazione del flusso di cassa operativo, fondamentale per comprendere la capacità di rimborso delle passività nel breve-medio periodo. Dobbiamo, però, dire che l'EBITDA risulta un parametro chiave nella valutazione societaria e nel turnaround se confrontato con quello delle imprese comparables (o peer group). Da questo punto di vista, serve a identificare se l'azienda presenti delle differenze strutturali rispetto alla media settoriale che possano essere segnali di vantaggi competitivi o, al contrario, inefficienze latenti (Damodaran, 2012).

Qualora l'impresa presenti peculiarità che la fanno divergere notevolmente dai peer, il ricorso a una valutazione basata solamente sull'EBITDA e sui relativi multipli perde di validità. Inoltre, se il profilo di rischio/rendimento dell'impresa è specifico, i prezzi di mercato delle (imprese) comparables non costituiscono un riferimento affidabile, poiché non riflettono le barriere all'entrata, le economie di scala o le rigidità strutturali peculiari dell'impresa esaminata (Damodaran, 2012; Modigliani & Miller, 1958). In altre parole, un EBITDA molto alto in un settore che non cresce potrebbe nascondere una gestione che sta smettendo di investire nel proprio futuro per massimizzare i profitti immediati. Al contrario, un margine basso in un mercato dinamico può semplicemente riflettere la scelta di investire oggi in marchi, tecnologie o competenze che daranno i loro frutti solo successivamente (Teece et al., 1997). Dunque, l'EBITDA non deve essere considerato un dato numerico isolato, ma va letto come un indicatore sintetico del posizionamento strategico dell'impresa utile anche in un'ottica di risanamento.

Passiamo poi all'EBIT, che è calcolato togliendo gli ammortamenti e le svalutazioni all'EBITDA. Tale valore è il numeratore per il calcolo del ROI ($EBIT / CIN$), l'indicatore che misura la redditività del capitale investito nell'attività tipica e, osservando la capacità aziendale di creare valore, questo rendimento deve essere confrontato con il costo medio ponderato del capitale (WACC) (Modigliani & Miller, 1958; Damodaran, 2012).

Sommando e sottraendo dall'EBIT rispettivamente i proventi e gli oneri della gestione finanziaria e accessoria, si ottiene il Risultato Ante Imposte (EBT). Esso mostra quanto le strategie di finanziamento impattino sulla redditività complessiva, poiché un EBT negativo in seguito a un EBIT positivo evidenzia che la crisi non è di natura industriale, ma è causata da un eccessivo indebitamento (Guatri, 1988).

Infine, abbiamo l'Utile (o Perdita) d'Esercizio, calcolato togliendo all'EBT le imposte sul reddito; tale risultato costituisce la remunerazione spettante agli azionisti o l'eventuale autofinanziamento della società. Perdite nette frequenti indicano, invece, una diminuzione del patrimonio che, se non corretta, impedisce ogni prospettiva di risanamento e di valutazione positiva dell'equity nel lungo termine (Guatri, 1988; Damodaran, 2012).

Dalla gestione operativa alla valutazione: la determinazione del NOPAT

Continuiamo approfondendo la rilevanza del NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), necessario per separare le decisioni operative da quelle di finanziamento.

Questa separazione è fondamentale per tre ragioni principali:

- **Neutralità rispetto alla struttura del capitale:** a differenza dell'utile netto, il NOPAT non risente del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi (il cosiddetto scudo fiscale). Ciò permette di confrontare l'efficienza operativa di diverse imprese a prescindere dalle loro scelte di indebitamento (Koller et al., 2020).
- **Base per il Free Cash Flow (FCF):** nella valutazione con il metodo DCF, il NOPAT costituisce il punto di partenza per calcolare il flusso di cassa disponibile per tutti i finanziatori. Escludere la componente fiscale serve a determinare quanta cassa rimane realmente per remunerare il capitale investito dopo aver soddisfatto l'erario, ma prima di aver pagato gli interessi (Damodaran, 2012; Penman, 2010).
- **Misurazione della creazione di valore:** il NOPAT è il numeratore utilizzato per il calcolo del ROIC (*Return on Invested Capital*). Utilizzare un margine al netto delle imposte permette di verificare se il rendimento industriale netto sia superiore al costo del capitale (WACC), fornendo una misura precisa del valore generato o distrutto dalla gestione (Koller et al., 2020).

Questi motivi rendono il NOPAT un margine meno influenzato da variabili esterne rispetto all'utile netto, permettendo di valutare meglio se un piano di risanamento sia sostenibile nel lungo periodo.

Il NOPAT si ottiene applicando direttamente al Risultato Operativo (EBIT) l'aliquota fiscale teorica (t_c):

$$NOPAT = EBIT(1 - t_c)$$

In questo calcolo, la scelta dell'aliquota è determinante: solitamente si adotta un'aliquota complessiva che rifletta il reale carico fiscale della società (IRES 24% + IRAP 3,9%), da distinguere però dallo scudo fiscale degli oneri finanziari usato nel WACC, che si limita al beneficio dalla sola imposta sul reddito societario (IRES 24%) (Penman, 2010).

In sede di valutazione, il NOPAT costituisce il valore chiave per la stima del *Terminal Value* in ipotesi di continuità aziendale illimitata. Rappresenta il punto di partenza reddituale che permette di determinare il rendimento degli asset e di verificare se la gestione operativa sia in grado di attuare il piano di risanamento (Koller et al., 2020; Damodaran, 2012).

Il Modello Waterfall: calcolo dei flussi FCFO, FCFF e FCFE

Area	Voce di Calcolo	Flusso
A. GESTIONE OPERATIVA	EBITDA (MOL)	
	(-) Imposte operative (teoriche calcolate sull'EBIT)	
	(+/-) Δ Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)	
	Free Cash Flow from Operations (FCFO)	FCFO
B. GESTIONE INVESTIMENTI	(-) Net CAPEX (Investimenti - Disinvestimenti)	
	Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	FCFF
C. RETTIFICHE E FINANZIARIA	(+/-) Proventi / Oneri Straordinari (Netto)	
	(-) Oneri Finanziari Netti (al netto dello scudo fiscale)	
	(+/-) Variazione Indebitamento Finanziario (Accensioni - Rimborsi)	
	Free Cash Flow to Equity (FCFE)	FCFE

Schema - Modello Waterfall per la Valutazione Finanziaria - Fonte: Elaborazione su Damodaran (2012) e Koller et al. (2020)

Il modello Waterfall rappresenta il metodo per valutare la situazione finanziaria dell'impresa, creato per individuare la capacità del business di generare flussi di cassa destinabili ai portatori di capitale. Tale approccio si focalizza unicamente sulla misurazione della generazione di valore (Koller et al., 2020).

L'analisi si articola in tre stadi. Il primo è costituito dal Free Cash Flow from Operations (FCFO), ottenuto rettificando l'EBITDA per le variazioni del CCNO per la componente fiscale operativa. Tale imposta è calcolata applicando l'aliquota complessiva teorica del

27,9%, derivante dalla somma dell'aliquota IRES (24%) e dell'aliquota IRAP (3,9%), direttamente al risultato operativo (EBIT), al fine di escludere l'impatto fiscale dalle componenti finanziarie (Damodaran, 2012).

Sottraendo al FCFO gli investimenti netti in capitale fisso, si arriva al Free Cash Flow to the Firm (FCFF). In ottica di valutazione, rappresenta il flusso di cassa disponibile per la remunerazione di tutti i fornitori di capitale, che siano azionisti o creditori (Modigliani & Miller, 1958). Tale grandezza esprime il potenziale economico generato dall'azienda al netto del fabbisogno di reinvestimento necessario a mantenere o sviluppare l'operatività (Koller et al., 2020).

Infine, il modello giunge alla determinazione del Free Cash Flow to Equity (FCFE). Partendo dal FCFF, si sottraggono gli oneri finanziari netti e si rettifica il flusso per la variazione dell'indebitamento finanziario e per le componenti straordinarie. Il FCFE rappresenta il flusso di cassa residuo spettante agli azionisti. L'analisi waterfall, isolando le componenti operative, finanziarie e straordinarie, risulta determinante in situazioni di turnaround per evidenziare l'efficacia del rilancio industriale (Guatri, 1988; Teece et al., 1997).

I tassi di attualizzazione e proiezione dei cash flow (r_e , r_o , r_d e WACC)

La valutazione d'azienda e dei progetti d'investimento richiede di individuare tassi di sconto che riflettano correttamente il profilo di rischio-rendimento delle diverse fonti di finanziamento impiegate (Koller et al., 2020).

Partiamo dal r_e , il quale rappresenta il rendimento che l'azionista si aspetta dall'investimento nell'impresa. Il portatore di capitale di rischio, esponendosi al rischio dell'azienda, pretende un compenso adeguato; infatti, è l'obiettivo di rendimento che l'impresa deve garantire ai suoi proprietari affinché accettino di investire capitale rischioso (Lintner, 1975). Nella pratica quasi sempre r_e risulta più elevato del costo del debito, che vedremo dopo (r_d).

La determinazione del costo del capitale proprio avviene con il modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*; Sharpe, 1964), che calcola il tasso con la seguente formula:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Dove:

- r_f (Risk-free rate): È il rendimento di un'attività con minor rischio di insolvenza. Rappresenta la remunerazione per il semplice decorso del tempo, a causa di una serie di fattori come l'inflazione e il consumo differito.
- β (Beta): Rappresenta la misura del rischio sistematico. Indica come il rendimento del titolo reagisce alle variazioni del mercato nel suo complesso (Sharpe, 1964).
- r_m (Market Return): È il rendimento atteso dal portafoglio di mercato (un indice azionario globale o nazionale rappresentativo).

Il coefficiente beta, in particolare, misura la rischiosità sistematica e indica quanto varia il rendimento di un titolo rispetto alle variazioni del mercato complessivo (Sharpe, 1964), e si calcola come:

$$\beta = \frac{Cov(r_i; r_m)}{Var(r_m)}$$

Dove la covarianza (Cov) rappresenta un indice di correlazione tra i rendimenti del mercato e quelli del titolo valutato, mentre la varianza (Var) esprime la variabilità dei rendimenti di mercato.

Esso è influenzato dal rischio operativo (espresso dal grado di leva operativa, costi fissi e variabili), dal rischio finanziario (espresso dal leverage) e dalla ciclicità dei ricavi (Hamada, 1972). Il Beta permette di classificare l'investimento a seconda dei valori del coefficiente:

- **Beta > 1**: identifica settori fortemente ciclici (es. automotive, lusso, turismo, high-tech), dove il prezzo delle azioni dell'azienda varia più che proporzionalmente rispetto al mercato.
- **Beta = 1**: indica settori ciclici al pari dell'economia (es. trasporti, assicurazioni).
- **0 < Beta < 1**: riflette settori non ciclici o difensivi (es. utilities, energie rinnovabili, farmaceutico), caratterizzati da flussi stabili derivanti da contratti pluriennali, tariffe regolate o abbonamenti periodici.

Lo spread tra r_m e r_f , invece, è noto come il premio per il rischio di mercato che è richiesto dall'investitore per passare da un titolo privo di rischio al mercato azionario. Si calcola sui mercati con rischio Paese molto ridotto (storicamente gli Stati Uniti e la Germania, anche se negli ultimi anni la situazione è cambiata) e riflette il rischio sistematico

globale, non specifico del Paese. Viene aggiornato annualmente dal prof. Damodaran ed è noto anche con l'acronimo di MRP (*Market Risk Premium*; Damodaran, 2012).

Abbiamo definito tutte le componenti del modello per determinare il tasso r_e , ma, quando stiamo valutando un'azienda, un suo potenziale investimento o scelta strategica a fini di risanamento, è necessario considerare anche il contesto geografico in cui la società opera. Quest'ultimo provoca un rischio diverso per l'azienda a seconda che lo Stato in cui agisce la società abbia maggiore o minore rischio di default, noto come rischio Paese. Tale concetto, molto importante, dipende da una moltitudine di fattori (spread sovrano, Credit Default Swap, stabilità politica, solidità dei conti pubblici, qualità delle infrastrutture...) che incidono sulla percezione degli azionisti, i quali si aspetteranno un rendimento maggiore investendo in aziende che agiscono in Nazioni più vicine all'insolvenza. Dobbiamo allora inserire il premio per il rischio Paese, ovvero il CRP (*Country Risk Premium*), nel modello CAPM per riflettere le aspettative degli investitori (Damodaran, 2012).

Esistono due alternative per caricare il CRP nel tasso r_e :

- Caricare il rischio Paese nel tasso privo di rischio (r_f);
- Caricarlo nel premio per il rischio (MRP).

Per attuare la prima opzione, è necessario sostituire il tasso (r_f) delle obbligazioni governative a rischio minimo nel paese o area di riferimento dell'impresa da esaminare (più vicino in termini geografici), ad esempio il tasso dei bund tedeschi a 10 anni per valutare imprese italiane, con i bond governativi nel paese di riferimento dell'impresa da analizzare, ad esempio utilizzando il tasso dei BTP italiani a 10 anni anziché il tasso degli stessi titoli tedeschi. Contemporaneamente, è doveroso però tener conto di un premio per il rischio base (MRP di USA o Germania), per evitare di caricare doppiamente il tasso r_e . Dunque, possiamo calcolare il rendimento atteso dagli azionisti di una società italiana come segue:

$$r_e = r_{BTP} + \beta \times \underbrace{(MRP_{USA/GER})}_{\text{premio per il rischio base}}$$

Nella seconda alternativa, usiamo come tasso privo di rischio quello dei bond governativi del Paese a rischio minimo più vicino geograficamente (Germania nel caso dell'Italia). Ma il premio per il rischio è composto da due elementi: il MRP descritto in precedenza e

il CRP, che può essere stimato come il Credit Default Swap del Paese in cui opera la società (Merton, 1974). Viene scelto tale indicatore finanziario perché esprime quanto il mercato ritiene probabile che quello Stato possa avere difficoltà a rimborsare il proprio debito. Possiamo utilizzare il CDS per aggiungere al MRP uno spread per rappresentare il rischio aggiuntivo legato all'investire in quel Paese, che corrisponde al Country Risk Premium, cioè al premio che un investitore chiede per accettare il rischio di quel Paese rispetto a uno con rischio molto basso (come gli USA).

Determiniamo ancora il rendimento atteso dagli azionisti di una società italiana come segue:

$$r_e = r_{BUND} + \beta(MRP_{USA/GER} + CRP_{ITA})$$

I due metodi portano a risultati sostanzialmente analoghi (Damodaran, 2012).

Nel momento in cui ci si trova di fronte a un'impresa di cui si vuole valutare un progetto di investimento neutralizzando la componente della struttura finanziaria della società, è corretto scontare o proiettare nel futuro i flussi di cassa ad un tasso che chiameremo r_o . Quest'ultimo ha la stessa natura del tasso appena analizzato (r_e), ma è adatto per il motivo sopraindicato poiché un progetto dovrebbe essere accettato o rigettato a prescindere dai benefici derivanti dalla politica finanziaria. Viene quindi determinato con lo stesso criterio (CAPM) del r_e , ma richiede l'utilizzo di un "beta unlevered" (Hamada, 1972) dell'impresa o del settore, ovvero un coefficiente che abbia lo stesso significato di quello finora visto (che possiamo chiamare anche "beta levered") ma che non consideri il debito dell'impresa.

Tale beta unlevered (β_U) viene calcolato partendo dal beta levered (β_L) con due formule diverse a seconda che la PFN societaria sia > 0 o < 0 (Ruback, 2002):

- Nel primo caso ($PFN > 0$) $\rightarrow \beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \frac{PFN}{E}(1 - t_c)}$
- Nel secondo caso ($PFN < 0$; ho eccesso di cassa) $\rightarrow \beta_U = \beta_L \frac{E}{E + PFN}$

Successivamente, il β_U calcolato viene inserito nel CAPM con la stessa logica esaminata nel tasso r_e .

Analizziamo ora il costo del debito (r_d), ovvero il rendimento richiesto dai finanziatori che prestano denaro all'impresa (banche, altri intermediari finanziari, obbligazionisti) e corrisponde al tasso di interesse effettivo del prestito. Per un'impresa che ha più finanziamenti, il tasso diventa la media ponderata del costo di tutti i debiti, pesata in funzione del valore di ciascun finanziamento (Koller et al., 2020):

$$r_d = \frac{\sum Deb. finanz. \times tasso\ di\ interesse_i}{\sum Deb. finanz.}$$

Il tasso utilizzato per calcolare l'Enterprise Value di una società e per scontare i flussi di cassa al fine di valutare progetti di investimento (anche con scopo di turnaround) finanziati con fonti miste (in parte debito e in parte equity) è il già citato WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Questo tasso è dato dalla media ponderata dei rendimenti attesi da azionisti e creditori (r_e e r_d) per la quota rispettivamente di Equity (E) e Debito (D) dell'azienda, tenendo conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari (Modigliani & Miller, 1958). Riportiamo la formula già introdotta nel paragrafo 1.3 per completezza:

$$WACC = \frac{E}{D + E} r_e + \frac{D}{D + E} r_d (1 - t_c)$$

2.2 La Financial Due Diligence nel Turnaround

Per cercare di risanare un'impresa in crisi è essenziale proporre delle strategie di ristrutturazione finanziaria, economica e patrimoniale, che però, per essere implementate, richiedono l'utilizzo di dati coerenti con ciò che è l'attività caratteristica media della società nei successivi anni. Tali informazioni provengono dalla procedura di Due Diligence, ovvero un processo di investigazione effettuato generalmente da un soggetto terzo per conto di un altro soggetto interessato ad una transazione commerciale con lo scopo di fornire informazioni utili alla valutazione delle opportunità e dei rischi legati alla transazione stessa (Cumming & Dai, 2010). Il termine "Due Diligence" è di origine francese e venne coniato due secoli fa all'interno della Banca Rothschild di Parigi per indicare la "dovuta diligenza" (due diligence appunto) che doveva caratterizzare ogni valutazione prima dell'apertura di linee di credito ad imprese (Ferguson, 1999).

Gli obiettivi di questa indagine consistono nel valutare l'opportunità e la convenienza di una operazione o transazione, determinare il corretto ed equo valore della società Target e accertare la presenza di elementi critici che possano compromettere il buon esito della trattativa (dealbreakers; Rosenbaum & Pearl, 2021).

La Due Diligence viene utilizzata in molteplici circostanze: è necessaria in caso di operazioni di finanza straordinaria o in caso di rapporti economici che scaturiscono da contratti di fornitura durevoli nel tempo. In questo caso, il processo d'investigazione verifica la solvibilità dell'acquirente rispetto agli impegni assunti ed alle garanzie prestate. Casi concreti che richiedono di svolgerla in questi contesti sono: acquisizione di partecipazioni sociali, cessioni o affitti d'azienda, fusioni o scissioni di società, quotazione in borsa e aumento di capitale (Bruner, 2004). È determinante anche in caso di richiesta di finanziamento. Qui la decisione positiva sull'erogazione del prestito è spesso subordinata ad una Due Diligence (che viene svolta su richiesta dell'Istituto di Credito) sull'azienda che verifica la sostenibilità delle ipotesi economico-finanziarie presentate tramite business plan, anche in ottica di turnaround (Gaughan, 2017). Infine, può essere svolta anche in presenza di contenziosi e controversie, per i quali è necessario quantificare un danno economico, di procedure concorsuali o di tutela di diritti di proprietà ed intelletto come brevetti e marchi (Bruner, 2004).

Se fosse svolta nel contesto di un'operazione di integrazione (M&A), rientrerebbe a metà del percorso del deal, a seguito delle fasi preliminari. Tipicamente, la Due Diligence è svolta "buy-side", cioè a favore di un soggetto che ha un interesse economico nei confronti di una azienda target e che vuole raccogliere tutte le informazioni necessarie a concludere l'eventuale acquisizione (Wangerin, 2019). Il focus dell'analisi può essere diverso in base alla tipologia del committente, poiché se fosse un investitore strategico l'interesse si concentra sugli aspetti di business e gestionali, alle sinergie e ai conseguenti benefici. L'investitore finanziario (di solito Private Equity) è interessato a un'adeguata remunerazione del capitale nel medio periodo e a produrre sufficienti flussi di cassa in una logica di «exit» (Cumming & Dai, 2010). Può però essere svolta anche una "vendor Due Diligence" nel momento in cui il cedente vuole rendere più trasparente e veloce il processo di vendita, è però meno presente della "buy-side".

Esistono varie tipologie di Due Diligence, ma quella che più ci interessa è la Financial Due Diligence (FDD), che si focalizza sugli aspetti economico-finanziari: partendo dal conto economico rielaborato e dalle marginalità, nonché dallo stato patrimoniale riclassificato, passa all'analisi dei flussi di cassa, delle principali grandezze economiche (ricavi, EBITDA, utile netto) e delle principali grandezze patrimoniali (Attivo Immobilizzato, CCNO, PFN, PN), che abbiamo discusso nel paragrafo precedente (Koller et al., 2020). Il suo punto d'arrivo consiste nella "normalizzazione" di PFN ed EBITDA, nonché nella

definizione del CCNO Target, al fine di avere un'immagine chiara delle corrette informazioni economico-finanziarie della società per attuare, nel nostro caso, adeguate strategie di risanamento, che esamineremo di seguito.

Viene qui riportato uno schema di un report di FDD, utile per riepilogare come i professionisti del settore mettono in atto questa procedura di indagine per proporre soluzioni strategiche alle aziende:

Area del Report	Attività Chiave	Obiettivo
1. EXECUTIVE SUMMARY	• Normalizzazione EBITDA • Aggiustamenti/Normalizzazione PFN • Aspetti contrattuali • Deal breakers	Fornire una sintesi immediata delle criticità e dei valori rettificati per la valutazione.
2. BUSINESS OVERVIEW	• Overview del mercato di riferimento • Descrizione delle related parties • Analisi top clienti e fornitori • Tempistiche di incasso e pagamento	Comprendere il posizionamento competitivo e le dinamiche relazionali dell'azienda.
3. H.R. (HUMAN RESOURCES)	• Organigramma funzionale • Remunerazione e costo medio per FTE • Sistemi di incentivi e bonus	Valutare la struttura organizzativa e la sostenibilità del costo del lavoro.
4. DATI STORICI	• Conto Economico: Analisi ricavi/costi, EBITDA Bridge, analisi della <i>QoE</i> (Quality of Earnings). • Stato Patrimoniale: Analisi CCN (magazzino, crediti/debiti), CAPEX (mantenimento vs sviluppo). • PFN: Analisi dei <i>debt-like items</i> e poste valutative (fondi rischi).	Ricostruire la capacità reale di generazione di cassa e la solidità patrimoniale passata.
5. DATI PROSPETTICI	• Review del Business Plan • Analisi della sostenibilità delle assunzioni	Verificare la coerenza del piano di risanamento rispetto ai dati storici normalizzati.

Figura – Schema strutturale di un Report di Financial Due Diligence (F.D.D.). Fonte: rielaborazione dell'autore su standard operativi Transaction Services (Koller et al., 2020; Rosenbaum & Pearl, 2021)

Determinazione dell'EBITDA Adjusted

Lo schema sopra riportato evidenzia come il centro dell'intera indagine si collochi nell'analisi dei dati storici e della redditività operativa. Prima di poter definire qualunque strategia di risanamento o procedere alla valutazione dell'azienda, il professionista deve accertarsi che i margini dichiarati mostrino la reale capacità dell'impresa di produrre ricchezza ricorrente. Questo processo di pulizia dei dati contabili consiste nell'accertarsi della qualità degli utili (*Quality of Earnings*), il cui primo pilastro operativo è la determinazione dell'EBITDA Adjusted (Schipper & Vincent, 2003). Come accennato in precedenza, l'EBITDA (Margine Operativo Lordo) è l'indicatore principale utilizzato per la valutazione dell'azienda e per stimarne la capacità di generare flussi di cassa sostenibili nel tempo, ma, perché questo valore sia utile per i modelli di turnaround, deve essere depurato da elementi che ne intaccano l'uso a fini prospettici (Damodaran, 2012). Normalizzare l'EBITDA, rendendolo "Adjusted", consiste nell'eliminare dalla redditività d'esercizio tutti quegli elementi che sono eccezionali o estranei al core business aziendale, che siano positivi o negativi, ottenendo così a un livello normale di redditività utilizzabile per i modelli di valutazione e sostenibile nel tempo (Koller et al., 2020).

La Financial Due Diligence si concentra su tre elementi principali (Penman, 2010; Wangerin, 2019):

1. Elementi non ricorrenti o eccezionali, ovvero costi o ricavi legati a eventi *un tantum* (es. plusvalenze da cessione beni).
2. Politiche di bilancio (es. capitalizzazioni di costi improprie).
3. Costi e ricavi non inerenti o non collocati correttamente, ossia voci che non appartengono alla gestione caratteristica (es. spese bancarie o oneri personali dei soci).

Si procede dunque alla costruzione del cosiddetto EBITDA Bridge, un prospetto che parte dal dato civilistico e, dopo una serie di rettifiche, arriva all'EBITDA normalizzato. Questo passaggio è molto importante per identificare la redditività operativa standard, intesa come quella base di profitto che gli azionisti e i creditori possono considerare perpetua o comunque strutturale nel lungo termine, poiché non comprensiva di elementi di distorsione che non fanno parte dell'attività tipica del business (Damodaran, 2012).

Di seguito viene riportato lo schema operativo di riferimento, che illustra le principali rettifiche da considerare per pulire il margine operativo:

€'000	#	FY22	FY23	LTM24	FY24F
EBITDA riportato		5.420	8.150	12.100	11.250
<i>In % dei ricavi</i>		<i>25.0%</i>	<i>28.5%</i>	<i>33.0%</i>	<i>31.5%</i>
Rettifiche potenziali					
Perdite medie su crediti	1.	-40	-55	-70	-75
Costo medio di obsolescenza	2.	-55	-75	-90	-90
Costi e ricavi non operativi	3.	-35	-40	-30	-25
Ricavi per contributi pubblici	4.	-150	-110	-125	-50
Livello medio dei ricavi per contributi pubblici	5.	130	60	60	50
Ricavi da affitti (netto IMU)	6.	-25	-28	-30	-32
<i>Subtotale rettifiche potenziali</i>		<i>-175</i>	<i>-248</i>	<i>-285</i>	<i>-222</i>
EBITDA rettificato		5.245	7.902	11.815	11.028
<i>In % dei ricavi</i>		<i>24.2%</i>	<i>27.6%</i>	<i>32.2%</i>	<i>30.9%</i>

Tabella - Prospetto di EBITDA Bridge. Fonte: rielaborazione dell'autore su dati KPMG (2025)

Il processo di analisi a discesa è ispirato ai modelli operativi di KPMG (2025) e trasforma il dato contabile in una misura di performance reale e usufruibile per proiezioni future. Partendo dall'EBITDA riportato nel bilancio civilistico, si procede a rettificarlo di tutte le componenti non inerenti, non ricorrenti o eccezionali definite come potenziali. L'impatto di queste voci sulla qualità degli utili (*Quality of Earnings*) è determinante per focalizzarsi sul reddito operativo ricorrente (Schipper & Vincent, 2003; Damodaran, 2012): ad esempio, le perdite medie su crediti normalizzano il rischio sostituendo il dato d'esercizio con una media storica degli ultimi anni, applicando una rettifica in negativo se il valore dei crediti deteriorati risulta superiore alla media. Allo stesso modo, il costo medio di obsolescenza aumenta l'EBITDA Adjusted se nell'ultimo esercizio il costo è stato inferiore alla media storica mentre agisce in senso opposto se il costo è stato superiore. Ancora si ha lo storno dei contributi pubblici una-tantum, di cui si inserisce solo un livello medio, e l'eliminazione dei ricavi non operativi come gli affitti attivi netti

(Arzac, 2004). In tal modo si ottiene l'EBITDA Adjusted, un margine che riflette la redditività caratteristica priva di anomalie.

Analisi della PFN Adjusted

L'analisi della Posizione Finanziaria Netta (PFN) rappresenta il secondo punto chiave della Financial Due Diligence. Così come l'EBITDA viene aggiustato per riflettere la reale capacità reddituale, la PFN deve essere normalizzata per rispecchiare l'effettivo indebitamento dell'azienda in un determinato momento (Damodaran, 2012). Come esaminato nel paragrafo 2.1, essendo la PFN calcolata come differenza tra debiti finanziari e disponibilità liquide, è fondamentale definire gli elementi da comprendere o escludere da queste due componenti (Arzac, 2004; KPMG, 2025).

Bisogna chiedere in primis cosa includere nei debiti finanziari: l'indagine non deve limitarsi ai soli debiti verso banche, ma si estende ai finanziamenti dei soci, ai debiti per leasing (finanziari e operativi riclassificati), agli obblighi verso altri finanziatori e a qualsiasi passività che maturi interessi. Al contrario, per quanto concerne cosa non considerare nelle disponibilità liquide, il professionista deve escludere dalla cassa contabile tutti quei valori che non sono prontamente utilizzabili per il rimborso del debito, come la cassa vincolata, i depositi cauzionali a lungo termine o le disponibilità presso banche in procedura concorsuale (Arzac, 2004; KPMG, 2025).

Presentiamo ora uno schema di PFN Bridge che, partendo dal dato calcolato sui valori del bilancio civilistico, permette di ottenere una Posizione Finanziaria Netta normalizzata attraverso l'esame di elementi definiti *debt-like items* o rettifiche potenziali (KPMG, 2025; Rosenbaum & Pearl, 2021).

€'000	#	31-dic-22	31-dic-23	31-ago-24
PFN da bilancio civilistico		13.520	10.640	14.580
Rettifiche potenziali				
Debito per imposte sul reddito	1.	-195	-1.040	-1.670
Scaduto fornitori	2.	-50	-42	-25
TFR	3.	-160	-170	-45
Depositi cauzionali	4.	-15	-15	-15
Crediti fiscali per contributi pubblici	5.	70	80	35
Pagamenti posticipati	6.	-125	-710	-110
Stagionalità del CCN	7.	-1.610	435	-1.680
PFN Adjusted		11.435	9.178	11.070

Tabella - Prospetto di PFN Bridge. Fonte: rielaborazione dell'autore su modelli di Rosenbaum & Pearl (2021) e KPMG (2025).

Il debito per imposte sul reddito, ad esempio, causa variazioni in aumento della PFN se è riferito a passività IRES o IRAP maturate nell'esercizio e non ancora liquidate, poiché rappresenta un'uscita di cassa sicura che riduce la ricchezza disponibile per i creditori. Al contrario, la presenza di crediti fiscali per contributi pubblici riduce l'indebitamento, migliorando la posizione finanziaria netta.

Allo stesso modo, il trattamento del TFR (Trattamento di Fine Rapporto) genera una rettifica in aumento della PFN poiché è assimilabile a un finanziamento a lungo termine concesso dai dipendenti all'azienda (Rosenbaum & Pearl, 2021). Di grande impatto è anche lo scaduto fornitori, che aumenta la PFN Adjusted poiché costituisce una forma di autofinanziamento improprio attuata dall'azienda stessa, che trattiene la liquidità oltre i termini contrattuali di pagamento, utilizzando la cassa spettante ai fornitori per sostenere la propria gestione caratteristica. Ciò trasforma di fatto un debito commerciale in una passività finanziaria sostitutiva del credito bancario (KPMG, 2025). Guardando al risanamento, questa quota di liquidità deve essere considerata un debito che dovrà

essere necessariamente sanato per garantire la continuità operativa (*going concern*) e riequilibrare i flussi di fornitura (Arzac, 2004; Rosenbaum & Pearl, 2021).

Proseguendo con le voci dello schema, i pagamenti posticipati aumentano la PFN rettificata visto che costituiscono obblighi finanziari già definiti ma non ancora manifestati finanziariamente. Infine, elementi come i depositi cauzionali provocano un aumento della PFN (poiché provenienti dalle disponibilità liquide non prontamente esigibili), mentre la stagionalità del CCN può provocare variazioni in aumento o in diminuzione a seconda che il capitale circolante al momento dell'analisi sia sopra o sotto il livello medio normale, garantendo così (in caso di operazioni di integrazione) che il prezzo rifletta una situazione finanziaria normalizzata (Penman, 2010; Koller et al., 2020).

La determinazione della PFN Adjusted così ottenuta è, infatti, fondamentale per la corretta determinazione dell'Equity Value (secondo la logica $Equity\ Value = Enterprise\ Value - PFN$) e comprendere la manovra finanziaria nel turnaround (Damodaran, 2012). Identificare il reale indebitamento evita che il piano di risanamento fallisca per mancanza di liquidità derivante da passività non adeguatamente classificate nel bilancio ordinario (Wangerin, 2019).

Definizione del CCNO Target e identificazione del livello di normalità operativa

Per completare l'analisi su redditività e indebitamento è necessario un esame più approfondito della dinamica del capitale circolante. Come anticipato nell'analisi della PFN, l'efficienza gestionale del **Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)** è importanti da approfondire. Tale grandezza, il cui calcolo è stato introdotto nel paragrafo 1.3, è definita dalla somma di rimanenze e crediti commerciali, al netto dei debiti verso fornitori. In ambito professionale, il calcolo viene poi perfezionato considerando le altre attività e passività correnti di carattere operativo, escludendo però le componenti finanziarie già collocate nella PFN (Penman, 2010; KPMG, 2025).

Analizzare il segno del CCNO chiarisce la struttura del fabbisogno finanziario aziendale, poiché con un valore superiore a zero ci si trova di fronte a un'azienda che assorbe liquidità per finanziare le proprie scorte e i crediti concessi, indicando che il ciclo operativo non è autosufficiente. Al contrario, un valore minore di zero indica una società in grado di finanziarsi attraverso la gestione commerciale, incassando dai clienti prima di saldare i fornitori (Damodaran, 2012).

È importante esaminare che livelli squilibrati di CCNO sono spesso sintomo di profonde inefficienze. Infatti, un ammontare eccessivamente elevato, proveniente da scorte obsolete o crediti di difficile riscossione, toglie alla società risorse utili a rimborsare il debito e riduce la capacità di generare profitto (Shin & Soenen, 1998). All'opposto, un CCNO esageratamente basso o negativo può essere segnale di uno scaduto fornitori (visto nelle rettifiche della PFN) problematico, utilizzato come una fonte di autofinanziamento inadeguata che mette a repentaglio le relazioni strategiche dell'azienda (Arzac, 2004; Gaughan, 2017).

La Financial Due Diligence vede come aspetto centrale la definizione del **CCNO Target**, noto come "**Net Working Capital Peg**" (Rosenbaum & Pearl, 2021). Il termine *Peg* (letteralmente punto di ancoraggio o piolo) indica il livello di circolante considerato necessario per sostenere l'operatività ordinaria senza ricorrere a finanza straordinaria. Fissare il CCNO Peg costituisce una delle fasi più complesse e discusse della Financial Due Diligence, poiché richiede un processo di normalizzazione dei risultati contabili per riflettere il reale fabbisogno di cassa operativo che faccia funzionare l'azienda correttamente, senza cadere in distorsioni da stagionalità oppure opportunistiche. Vicino alla chiusura dell'esercizio, il management può mettere in atto strategie di window dressing ("abbellimento della vetrina") per presentare una situazione finanziaria più solida ai creditori o ai potenziali acquirenti. Tali manovre includono solitamente l'accelerazione forzata della riscossione dei crediti, il differimento dei pagamenti ai fornitori o la riduzione artificiale delle scorte, con lo scopo di diminuire il CCNO (Bruner, 2004). L'analista strategico dovrà dunque ripulire il dato di bilancio, analizzando se le variazioni del circolante siano giustificate da effettive ragioni industriali o se rappresentino un'immissione temporanea di liquidità che l'azienda dovrà reintegrare nel periodo successivo (Schipper & Vincent, 2003; Wangerin, 2019). Molte imprese sono caratterizzate da cicli operativi con forti stagionalità; in questi casi, un valore di CCNO rilevato in un singolo istante (dato *point-in-time*) risulterebbe fuorviante. Se l'operazione di turnaround o acquisizione avvenisse in un mese di picco del magazzino, il debito apparirebbe gonfiato; viceversa, in un momento di bassa attività, l'azienda sembrerebbe più liquida di quanto non sia realmente. Per ovviare a ciò, viene calcolata la media mobile sui dodici mesi precedenti, definita nella prassi LTM (Last Twelve Months). Nonostante dalla formula risulti come una media aritmetica, è fondamentale precisare che tale calcolo non si riferisce all'ultimo esercizio fiscale

concluso (es. ultimo 31/12), bensì all'anno mobile che termina esattamente alla data di riferimento della Due Diligence, garantendo che il punto di ancoraggio (*Peg*) rispecchi l'investimento medio annuo aggiornato all'ultimo ciclo operativo completo (Rosenbaum & Pearl, 2021):

$$CCNO_{Peg} = \frac{1}{12} \sum_{i=t-11}^t (Rimanenze_i + Crediti operativi_i - Debiti operativi_i)$$

Nelle operazioni di M&A, definire il *Peg* diventa un elemento cardine del prezzo finale. Quando una transazione è regolata tramite il meccanismo dei Completion Accounts, ovvero è previsto il ricalcolo dei valori patrimoniali alla data effettiva del passaggio di proprietà (Gaughan, 2017; Rosenbaum & Pearl, 2021), il *Peg* contrattuale è la soglia di riferimento per aggiustare il prezzo da pagare per l'acquisto della società:

- Incremento del prezzo: Se al *closing* (ultima delle fasi di un deal di M&A, che verranno approfondite nel paragrafo 3.3) il CCNO reale è superiore al *Peg* (**CCNO > Peg**), l'acquirente sta ricevendo un'azienda con un eccesso di risorse operative (es. più crediti commerciali pronti per l'incasso o scorte maggiori della media). In questo caso, il prezzo di acquisto viene aumentato per indennizzare il venditore (Arzac, 2004).
- Riduzione del prezzo: Al contrario, se il CCNO reale è inferiore al *Peg* (**CCNO < Peg**), l'acquirente riceve una società con scarso circolante, che richiederà un immediato investimento di cassa per equilibrare i normali livelli operativi. Di conseguenza, il prezzo viene ridotto a svantaggio del venditore (Wangerin, 2019).

Da ciò scaturisce che fissare un *Peg* corretto in fase di Due Diligence è fondamentale per la riuscita del turnaround, specialmente quando questo viene attuato tramite un'operazione di integrazione. Tale parametro protegge l'investitore dal rischio che la società target venga svuotata di liquidità prima del passaggio di proprietà (ad esempio tramite il recupero forzoso dei crediti o il blocco dei pagamenti), manovre che genererebbero una cassa apparente ma non reale (Arzac, 2004; Bruner, 2004). Poiché il riequilibrio del CCNO costituisce uno dei pilastri fondamentali del risanamento, definire un *Peg* coerente garantisce che la struttura finanziaria a seguito dell'integrazione gode delle risorse operative necessarie per sostenere la ripartenza. In questo modo, si evita che il piano di rilancio fallisca ancora prima di iniziare a causa di deficit di circolante

nascosti, assicurando che la strategia sia in grado di far fronte alla crescita prevista nel Business Plan (Koller et al., 2020).

2.3 Metodologie di Valutazione e Benchmark di Settore

La valutazione d'azienda costituisce la sintesi logica dell'intero percorso di analisi tracciato finora. Se la Financial Due Diligence ha permesso di normalizzare i dati storici, questa fase trasforma queste grandezze in indicatori del valore prospettico che la società è in grado di produrre per i propri stakeholder (Damodaran, 2012). In un contesto di turnaround, l'M&A è la più complessa ed eccezionale operazione di risanamento, capace di attivare strumenti di finanza straordinaria per invertire la situazione critica dell'azienda. È opportuno precisare che l'analisi di queste operazioni di integrazione, come mezzo strategico per il completamento del risanamento, sarà oggetto di una specifica trattazione nel Capitolo 3.

L'attività di stima finora svolta è stata finalizzata a determinare gli elementi fondamentali necessari per alimentare i modelli di valutazione. L'approccio professionale ritenuto oggi più corretto prevede di associare le valutazioni assolute e relative per ottenere tutte le informazioni di rilievo (Koller et al., 2020). Nello specifico, si distingue tra l'ottica Asset Side e quella Equity Side:

- **Ottica Assets (Enterprise Value, EV):** focalizzata sull'intera entità aziendale, utilizza come grandezze di riferimento il CIN rettificato, il NOPAT normalizzato, i flussi FCFF/FCFO e il WACC come costo del capitale (Rosenbaum & Pearl, 2021).
- **Ottica Equity (Equity Value, Market Cap):** ha l'obiettivo di stimare il valore spettante agli azionisti, si basa sul Capitale Proprio rettificato, sul Reddito di Bilancio normalizzato, sul flusso FCFE e sul Costo dell'Equity (Penman, 2010).

Entrambi i punti di vista appena nominati vengono esaminati nelle due principali metodologie complementari per valutare un'impresa:

1. **Valutazione Assoluta (DCF):** è un criterio di stima che si concentra sulle caratteristiche specifiche dell'impresa (business model, strategie, management). Si fonda sulla previsione delle future performance e sulla misurazione del rischio operativo (legato ai processi interni ed eventi esterni) e finanziario (legato all'equilibrio dei flussi monetari) (Damodaran, 2012). Conduce alla determinazione del

valore intrinseco (detto anche finanziario o fondamentale), basato sul principio di convenienza economica dell'investimento (Fernández, 2002).

2. **Valutazione Relativa (Multipli):** utilizza una logica comparativa fondata sul confronto con imprese simili (*comparables*). Utilizza moltiplicatori desunti dai prezzi che scaturiscono dal mercato per i *peers*, conducendo alla stima di *prezzi probabili* (Alford, 1992).

L'applicazione del metodo dei multipli complementare al DCF consente di individuare il valore dell'azienda sia in funzione dei flussi di cassa prodotti internamente sia rispetto alle medie di settore e ai principali competitor. Nel M&A e nel turnaround, ciò permette di capire se il valore stimato nel piano di risanamento è valido o se è influenzato da una congiuntura positiva nel settore. Incrociando i due metodi, l'analista può verificare se le previsioni di crescita siano realistiche rispetto a quanto i competitor stanno effettivamente realizzando, fornendo così una base sicura per negoziare il prezzo in una potenziale integrazione (Barker, 1999).

Tale integrazione è fondamentale per capire quanto vale la società come target in un'operazione di M&A, quanto vale rispetto ai competitor e come valutare eventuali altre aziende da acquisire per integrarle a fini di turnaround. In quest'ottica, la valutazione serve a determinare quanto valore la società può ancora generare per gli stakeholder o, in alternativa, il prezzo che un investitore, come un fondo di Private Equity, dovrebbe ragionevolmente pagare per acquisirne il controllo e far partire il rilancio. Nelle situazioni di crisi, la capacità di prezzare in modo esatto le sinergie derivanti dall'integrazione (paragrafo 3.3) e il potenziale di ristrutturazione attraverso l'M&A è ciò che distingue un tentativo di salvataggio da una creazione di valore sostenibile nel lungo periodo (Gaughan, 2017).

La Valutazione Assoluta: il metodo Discounted Cash Flow (DCF) e la proiezione dei flussi all'infinito (Terminal Value).

L'analisi procede con la valutazione assoluta dell'Enterprise Value (EV) e dell'Equity Value (E). In generale, il calcolo di tali valori richiede l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici a un tasso di sconto che rifletta il rischio sistematico degli stessi (Sharpe, 1964). Ipotizzando una crescita costante e una durata illimitata della vita aziendale (*going concern*), l'Enterprise Value viene stimato attualizzando al tasso WACC i flussi di cassa disponibili per tutti i finanziatori, siano essi azionisti o detentori di debito (Miles

& Ezzell, 1980). Tali flussi possono essere identificati nel FCFO, qualora l'analisi si focalizzi sulla cassa operativa lorda, o più propriamente nel FCFE, che rappresenta il flusso al netto degli investimenti in capitale fisso e circolante effettivamente spettante ai finanziatori (Damodaran, 2012).

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Lo stesso viene fatto per il calcolo del valore dell'equity, che considera però solo i flussi di cassa spettanti agli azionisti attualizzati al costo del capitale proprio r_e , coerentemente con l'approccio Equity-side (Fernandez, 2002).

$$E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t}$$

L'impiego di tassi di attualizzazione costanti si basa su una stabilità nel tempo del profilo di rischio operativo e finanziario dell'impresa (Modigliani & Miller, 1963). Tuttavia, a causa dell'incertezza nel prevedere i flussi di cassa su orizzonti temporali lontani, l'analista utilizza soluzioni volte a massimizzare l'attendibilità delle stime. In tal caso, assume un ruolo centrale il business plan (BP, o piano industriale), documento in cui il management delinea gli obiettivi strategici e operativi di medio periodo. In scenari di crisi, questo strumento si identifica con il piano di risanamento, la cui attendibilità è una condizione necessaria per la validità stessa della valutazione (Arzac, 2004). Sulla base di queste informazioni, distinguiamo due modelli di valutazione assoluta che possono essere implementati:

- Il modello sintetico, tramite il quale il valore degli asset e dell'equity vengono calcolati con formule compatte che prevedono flussi di cassa costanti (formule “steady state”), con tasso di crescita costante (formule “steady growth”, in cui viene stimato un tasso di crescita costante “g”) o con crescita a più stadi (“multi-step models”, in cui vengono stimati diversi tassi di crescita in funzione di assunzioni sul momento del ciclo di vita in cui si trova società) (Gordon, 1962; Damodaran, 2009);
- Il modello analitico, in cui l'Enterprise Value (EV) e l'Equity Value (E) sono stimati come somma algebrica di due componenti: il valore attuale dei flussi generati durante il periodo di previsione esplicita del business plan (tipicamente tra i 3 e

i 7 anni) e il Terminal Value (TV), il quale rappresenta il valore di continuità dell'impresa oltre l'orizzonte del piano, stimato solitamente con un modello sintetico (Koller et al., 2020).

Il calcolo del valore aziendale richiede una stima accurata del tasso di crescita a lungo termine (g), che non deve essere considerato un dato arbitrario, ma il riflesso della capacità dell'impresa di ampliarsi reinvestendo i propri profitti. In termini finanziari, la crescita è infatti determinata dalla quota di utili che la società decide di non distribuire, utilizzandoli come autofinanziamento per sostenere nuovi investimenti (Damodaran, 2012). Per questo motivo, il tasso g viene espresso come il prodotto tra la redditività del capitale proprio (ROE) e il tasso di ritenzione degli utili (b), evidenziando come lo sviluppo dipenda sia dall'efficienza operativa che dalle scelte di politica dei dividendi (Gordon, 1962).

$$g = ROE \times b$$

Nella pratica è però necessario scegliere accuratamente i dati per il calcolo di tali variabili, poiché l'ultimo dato potrebbe risultare inadeguato qualora fosse condizionato da fattori ciclici o eventi straordinari (Massari et al., 2016). È quindi preferibile utilizzare valori normalizzati, calcolati sulla media degli ultimi 3-5 esercizi, escludendo i dati derivanti da congiunture eccezionali (come shock energetici o emergenze sanitarie globali) che potrebbero intaccare la redditività. Questo approccio garantisce che il tasso g rifletta la reale capacità di autofinanziamento nel lungo periodo, rispettando il principio di prudenza fondamentale nelle stime (Pratt, 2022).

Sulla base di queste premesse, è possibile esaminare la determinazione del valore degli asset (EV, Enterprise Value) e dell'equity (E, Equity Value) attraverso il modello DCF con il metodo steady state. Vista la complessità nel proiettare in modo preciso flussi di cassa per un arco temporale illimitato, la dottrina suggerisce l'impiego di margini economici normalizzati coerenti con la natura del flusso di cassa oggetto di stima (Guatri & Bini, 2021). Nello specifico, per la determinazione dell'Enterprise Value si utilizza il NOPAT, mentre per l'Equity Value si ricorre all'Utile Netto d'esercizio. Tali margini vengono capitalizzati a tempo indeterminato secondo la logica della rendita perpetua, ipotizzando una durata illimitata della vita aziendale (Damodaran, 2012). Il valore viene quindi determinato applicando i rispettivi tassi di attualizzazione coerenti con il livello di rischio dei flussi considerati (Massari et al., 2016):

$$EV = \frac{NOPAT}{WACC}$$

$$E = \frac{\text{Reddito netto}}{r_e}$$

Qualora l'azienda non si trovi in una fase di stazionarietà ma presenti una crescita costante, la valutazione deve riflettere l'incremento atteso sia dei margini che delle risorse patrimoniali necessarie a sostenere tale sviluppo. In questa ipotesi, il numeratore delle formule non può limitarsi al margine economico, ma deve essere ridotto della quota di investimenti necessari per consentire la crescita dei flussi futuri (Damodaran, 2012). Si vede come il NOPAT viene rettificato per la variazione del Capitale Investito Netto (CIN), mentre il reddito netto tiene conto del reinvestimento del patrimonio netto. Questo approccio evidenzia il flusso di cassa effettivamente realizzato, non intaccando la continuità della crescita aziendale (Guatri & Bini, 2021):

$$EV = \frac{NOPAT(1 + g) - CIN(g)}{WACC - g}$$

$$E = \frac{\text{Reddito netto}(1 + g) - \text{Cap. Proprio}(g)}{r_e - g}$$

L'ipotesi di durata illimitata della vita aziendale, utilizzata per assimilare l'impresa a una rendita perpetua, non è sempre applicabile. Il Terminal Value deve infatti riflettere la reale operatività e le prospettive di sopravvivenza dell'azienda nel lungo periodo, in linea con gli standard internazionali (IVSC, 2022). Se non è possibile ricondurre l'attività a un orizzonte temporale limitato, è necessario abbandonare il concetto di durata illimitata (Pratt, 2022). I principali ostacoli alla stima di un TV perpetuo sono:

- Normativi, connessi a imprese che operano tramite concessioni o autorizzazioni a termine (es. servizi pubblici, infrastrutture...).
- Ambientali, relativi ad attività basate sullo sfruttamento di risorse naturali esauribili, come miniere o giacimenti.
- Giuridici, qualora ci siano vincoli statutari che prevedano una durata prestabilita, tipici di consorzi o joint venture.
- Economici, come in caso di saturazione del mercato, obsolescenza tecnologica o perdita di competitività che impediscono la sopravvivenza nel lungo periodo.

In questi casi, è preferibile sostituire la rendita perpetua con il valore di liquidazione dell'azienda, adeguatamente attualizzato (Massari et al., 2016).

Per determinare l'Enterprise Value e l'Equity Value considerando le previsioni del piano industriale, è necessario scomporre il valore complessivo nel valore attuale dei flussi di cassa attesi durante l'orizzonte esplicito del business plan e nel valore attuale del TV (Damodaran, 2012). Nel caso del modello DCF analitico con ipotesi di flussi steady state al termine del periodo di previsione, il valore degli asset e dell'equity viene calcolato come segue (Guatri & Bini, 2021; Massari et al., 2016):

$$EV = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_{EV}}{(1+WACC)^N}$$

Dove:

- $TV_{EV} = \frac{NOPAT}{WACC}$
- $N = \text{ultimo anno del business plan (da 3 a 7)}$

$$E = \sum_{t=1}^N \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{TV_E}{(1+r_e)^N}$$

Dove:

- $TV_E = \frac{\text{Reddito netto}}{r_e}$

Nel caso in cui, al termine dell'orizzonte previsto dal business plan, sia stabilita una fase di crescita costante (steady growth), le formule vengono aggiornate per riflettere la crescita perpetua dei flussi. In questo caso, il Terminal Value tiene conto del tasso di crescita g e del relativo fabbisogno di reinvestimento, portando alla determinazione del valore dell'Enterprise Value e dell'Equity nel seguente modo:

$$EV = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \left(\frac{NOPAT(1+g) - CIN(g)}{WACC - g} \right) \times \left(\frac{1}{(1+WACC)^N} \right)$$

$$E = \sum_{t=1}^N \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \underbrace{\left(\frac{\text{Reddito netto}(1+g) - \text{Cap. Proprio}(g)}{r_e - g} \right)}_{TV \text{ attualizzato}} \left(\frac{1}{(1+r_e)^N} \right)$$

Nel caso in cui l'impresa affronti variazioni rilevanti degli stadi del proprio ciclo di vita, i modelli di attualizzazione standard potrebbero risultare insufficienti e potrebbe essere necessario implementare modelli multi-step per stimare il Terminal Value.

Questa esigenza si presenta tipicamente nelle fasi di profondo cambiamento, come il risanamento aziendale, dove tassi di crescita, margini e profili di rischio non sono ancora stabilizzati (Damodaran, 2012; Massari et al., 2016). In situazioni di questo tipo, ipotizzare una crescita costante (g) immediatamente dopo il periodo di previsione del piano sarebbe poco realistico. È quindi preferibile l'adozione di modelli articolati in più fasi (Guatri & Bini, 2021; Pratt, 2022):

- Modelli a due step: prevedono un primo periodo di crescita straordinaria (con un tasso g_{high}), seguito da una fase di maturità in cui l'impresa si stabilizza su un tasso di crescita costante e sostenibile nel lungo periodo (g_{stable}).
- Modelli a tre step: introducono una fase intermedia di transizione (transition phase). In questo stadio, i tassi di crescita e i margini decrescono in modo più graduale verso i livelli di equilibrio del settore, riflettendo la normalizzazione dei benefici derivanti dal turnaround ($g_{high} \rightarrow g_{transition} \rightarrow g_{stable}$).

Questi modelli consentono di evitare sovrastime dell'Equity Value, evidenziando la complessità del passaggio dalla crisi alla stabilità.

Per esaminare l'esattezza del metodo analitico, è fondamentale verificare il peso del TV sull'Enterprise Value e sull'Equity Value (Massari et al., 2016):

$$Incidenza\ TV_{EV} = \frac{\frac{TV_{EV}}{(1 + WACC)^N}}{EV} \text{ e } Incidenza\ TV_E = \frac{\frac{TV_E}{(1 + r_e)^N}}{E}$$

Nota: Nel calcolo dei rapporti, il Terminal Value (TV) deve essere considerato al suo valore attuale, scontato per il numero di anni (N) corrispondenti alla durata dell'orizzonte temporale esplicito.

Se questi rapporti sono di circa il 75%, il modello è ritenuto equilibrato. Valori elevati (superiori all'85%) evidenziano che il valore dell'azienda dipende quasi esclusivamente da ciò che accadrà oltre il periodo del piano, rendendo la valutazione estremamente sensibile anche a minime variazioni del tasso g o del WACC (Guatri & Bini, 2021). Le cause di un peso così alto del TV sull'asset o sull'Equity value possono dipendere da errori nella stima dei flussi della previsione esplicita (piano industriale), in un periodo

della stessa troppo breve (che non raffigura, ad esempio, l'intero rientro dall'investimento) e, di conseguenza, nell'inutilità della stima con il metodo dei DCF analitici. In quest'ultimo caso il piano industriale non manifesta fenomeni rilevanti, come importanti investimenti, indirizzando il valutatore verso un metodo sintetico (Damodaran, 2012).

Ulteriori procedure di sanity check da eseguire sono di natura economico-industriale e riguardano la coerenza tra l'evoluzione del fatturato e il capitale fisso, che è essenziale per correggere piani di risanamento troppo ottimistici (Guatri & Bini, 2021). In un contesto di turnaround, caratterizzato da scarsità di risorse finanziarie, un errore frequente consiste nel prospettare una rapida risalita dei ricavi senza considerare se la capacità produttiva sia in grado di sostenerla in assenza di nuovi investimenti in capitale fisso (CAPEX).

Per espandere questo controllo, occorre monitorare la sostenibilità dell'Asset Turnover ($\frac{\text{Fatturato}}{\text{CIN}}$), indice che misura l'efficienza nell'impiego degli asset per generare vendite. Se nel piano di risanamento questo rapporto migliora eccessivamente rispetto ai dati storici o ai competitor di settore, è necessario valutare se l'azienda possa realmente sostenere livelli produttivi così alti o se si stia ipotizzando una ripresa irrazionale solo per giustificare un valore dell'equity più elevato (Massari et al., 2016).

Infine, bisogna verificare se l'aumento dei ricavi possa sfruttare impianti precedentemente inutilizzati, condizione comune nella pratica in aziende in crisi, o se sia necessario un ampliamento strutturale. Nel secondo caso, la valutazione deve necessariamente riflettere l'esborso finanziario per investimenti che ridurrà la cassa disponibile, influenzando direttamente il valore finale dell'azienda (IVSC, 2022).

Importante è visionare anche l'evoluzione del rapporto EBITDA/Ricavi di gestione, finalizzato a verificare che il recupero della redditività stimato nel piano di turnaround derivi dalla capacità dell'impresa di riposizionarsi sul mercato in modo sostenibile. Innanzitutto, è importante distinguere le cosiddette *quick wins* (come il taglio dei costi superflui, la rinegoziazione dei contratti con i fornitori o la riduzione del personale) dalla capacità dell'azienda di mantenere margini elevati nel lungo periodo. Una valutazione solida deve dimostrare che l'impresa abbia capacità strategiche che permettano di sostenere la gestione operativa nel tempo, quali il *pricing power* o l'innovazione di prodotto (Damodaran, 2012).

L'analisi deve poi confrontare la redditività prospettica con le medie di settore, poiché queste ultime dipendono dal grado di competitività e dalla struttura dei costi. Se la valutazione mostra, soprattutto nel Terminal Value, un margine di gran lunga migliore a quello dei leader di mercato, ne consegue che l'azienda risanata sarà la più efficiente del settore. Senza una giustificazione oggettiva, come il possesso di brevetti esclusivi o una posizione di dominio in una nicchia specifica, tale ipotesi rende il modello DCF contestabile in sede di negoziazione (Guatri & Bini, 2021).

Infine, nel caso di operazioni di turnaround realizzate tramite M&A, il superamento dei margini storici è spesso giustificato dall'integrazione e dalle relative sinergie. Ma è doveroso separare il miglioramento derivante dalla gestione *stand-alone* da quello generato dall'integrazione stessa. È fondamentale verificare che i benefici delle sinergie non siano contati erroneamente due volte, sia all'interno dei flussi operativi che nel tasso di crescita g , per evitare una pericolosa sopravvalutazione dell'Equity Value della società target (Massari et al., 2016; IVSC, 2022).

Esaminando i modelli DCF analitici sotto una prospettiva più avanzata, è necessario considerare che entrambe le componenti dell'Enterprise Value, la previsione esplicita del business plan e il Terminal Value, beneficino della deducibilità fiscale degli oneri finanziari. Tale beneficio genera uno scudo fiscale (Tax Shield) che deve essere integrato con estrema attenzione nella valutazione degli asset societari (Guatri & Bini, 2021). Facendo riferimento al metodo del Valore Attuale Modificato (VAM), noto internazionalmente come *Adjusted Present Value*, si adotta come tasso di attualizzazione dei flussi di cassa operativi il costo del capitale unlevered (r_o).

Come già analizzato nel precedente paragrafo 2.1, l'impiego dell' r_o risulta di particolare rilievo poiché permette di separare il valore intrinseco degli asset operativi dal valore attuale dei benefici fiscali derivanti dal debito (Damodaran, 2012). In questo modo, non è necessario rideterminare continuamente il tasso di sconto (WACC) in funzione delle variazioni della struttura finanziaria, dinamica che caratterizza inevitabilmente i contesti di risanamento aziendale (Massari et al., 2016). Il calcolo del Terminal Value e del relativo Tax Shield in un'ipotesi di steady state, ovvero senza crescita perpetua, con il metodo sintetico viene dunque effettuato attraverso la seguente formula (IVSC, 2022):

$$TV_{ss} = \frac{EBIT_N(1 - t_c)}{r_o} + \frac{D * r_d * t_c}{r_d}$$

Dove: $D * r_d = \text{Oneri Finanziari}$

Nel caso di crescita costante (steady growth), l'applicazione del modello VAM richiede una distinzione essenziale tra due diversi approcci per il trattamento dello scudo fiscale, in base al profilo di rischio attribuito ai benefici fiscali del debito (Damodaran, 2012).

1. La versione standard è basata sull'utilizzo di tassi di attualizzazione differenziati e prevede che la componente operativa del Terminal Value venga attualizzata al costo del capitale unlevered (r_o). I benefici fiscali derivanti dall'indebitamento sono invece scontati al costo del debito (r_d). Tale impostazione si fonda sull'ipotesi che il rischio legato al tax shield sia allineato al rischio di inadempimento del debito stesso. Questo concetto riflette la capacità dell'impresa di onorare gli impegni finanziari e, di conseguenza, di beneficiare della relativa deducibilità fiscale (Guatri & Bini, 2021). Coerentemente con quanto analizzato nel paragrafo 2.1 per il calcolo dell' r_o , la formula del Terminal Value in assetto di crescita costante si configura come segue:

$$TV_{SG} = \frac{EBIT_N(1 - t_c)(1 + g) - (CIN_N)(g)}{r_o - g} + \frac{D_N * r_d * t_c}{r_d - g}$$

2. In alternativa all'approccio standard, si può adottare la versione di Ruback, nota anche come metodo dei *Capital Cash Flow*. Questo metodo assume che tutte le variabili considerate, sia i flussi operativi che il debito, crescano al medesimo tasso g e siano soggette allo stesso grado di rischio operativo. Se si accoglie tale ipotesi, diviene coerente attualizzare anche i benefici fiscali del debito al costo del capitale unlevered (r_o), anziché al costo del debito (Ruback, 2002). In questo scenario, l'Enterprise Value viene calcolato semplificando la formula antecedente, riflettendo uno stesso rischio per l'intera struttura dei flussi attesi e valutando coerentemente gli asset operativi (Guatri & Bini, 2021; Massari et al., 2016):

$$TV_{SG} = \frac{EBIT_N(1 - t_c)(1 + g) - (CIN_N)(g)}{r_o - g} + \frac{D_N * r_d * t_c}{r_o - g}$$

Per procedere con la stima dell'Enterprise Value secondo il metodo analitico del Valore Attuale Modificato (VAM), è necessario sommare i valori attuali dei flussi operativi e dei benefici fiscali realizzati sia durante il periodo esplicito previsto dal piano, sia nella fase di continuità perpetua. Il valore complessivo dell'impresa al tempo t_0 si ottiene sommando quattro componenti distinte (Massari et al., 2016; Guatri & Bini, 2021):

- **Valore attuale dei FCFO (Periodo Esplicito):** Rappresenta la somma dei flussi di cassa operativi generati durante gli anni del business plan, attualizzati al costo del capitale unlevered (r_o).
- **Valore attuale del Tax Shield (Periodo Esplicito):** È il valore dei benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari previsti nel piano, attualizzati al costo del debito (r_d).
- **Terminal Value (TV_{SG}) attualizzato a t_0 :** È il valore della rendita perpetua dell'azienda calcolato alla fine dell'anno N (ultimo anno previsto dal piano) riportato al tempo odierno.
- **Tax Shield del Terminal Value attualizzato a t_0 :** Rappresenta il valore dello scudo fiscale oltre il periodo esplicito. Anche questo valore, calcolato al tempo N, deve essere riportato a t_0 . A seconda dell'approccio scelto (Standard o Ruback), la formula del beneficio fiscale al tempo N varia:
 - **Versione Standard:** $TS_{TV} = \frac{D_N * r_d * t_c}{r_d - g}$ (attualizzato a t_0 al tasso r_d)
 - **Versione di Ruback:** $TS_{TV} = \frac{D_N * r_d * t_c}{r_o - g}$ (attualizzato a t_0 al tasso r_o)

Dunque, la formula dell'Enterprise Value calcolata con il Valore Attuale Modificato (VAM) è la seguente:

$$\begin{aligned}
 EV &= VA(FCFO_{BP}) + VA(TaxShield_{BP}) + VA(TV_{SG}) + VA(TS_{TV}) = \\
 &= \sum_{t=1}^N \frac{FCFO_t}{(1+r_o)^t} + \sum_{t=1}^N \frac{Oneri\ Finanziari_t * t_c}{(1+r_d)^t} + \left(\frac{EBIT_N(1-t_c)(1+g) - (CIN_N)(g)}{r_o - g} \right) \left(\frac{1}{(1+r_o)^N} \right) + \\
 &\quad \left(\frac{D_N * r_d * t_c}{r_d - g} \right) \left(\frac{1}{(1+r_d)^N} \right)
 \end{aligned}$$

La Valutazione Relativa: selezione dei peer e utilizzo dei multipli

Accanto alla valutazione assoluta con il metodo dei DCF, si pone la valutazione relativa (o metodo dei multipli). Se i modelli assoluti mirano a determinare il valore intrinseco di un'attività basandosi sulle sue caratteristiche specifiche di rischio e rendimento, la valutazione relativa si fonda sul principio del prezzo di mercato di attività simili (Damodaran, 2012). In un contesto di turnaround e di operazioni di finanza straordinaria, tale approccio non rappresenta una semplice fase complementare, ma uno strumento autonomo volto a spiegare le relazioni esistenti tra le grandezze economiche e patrimoniali di società operanti nello stesso settore, permettendo di identificare con

precisione le differenze di performance e i margini di miglioramento necessari per strutturare un piano di risanamento che sia ambizioso e credibile (Guatri & Bini, 2021).

Il presupposto teorico sottostante risiede nella legge del prezzo unico, secondo cui attività simili dovrebbero essere scambiate a prezzi simili (Modigliani & Miller, 1958). Tuttavia, l'applicazione dei multipli in contesti di crisi richiede una maggiore attenzione: il metodo permette di stimare il valore di una target, sia essa oggetto di acquisizione, fusione o integrazione strategica, riflettendo le condizioni presenti in un momento nel mercato e le aspettative degli investitori verso realtà che presentano profili di rischio, crescita e redditività comparabili (Massari et al., 2016). In particolare, per le imprese in fase di riposizionamento, la valutazione relativa è un mezzo per essere ancorati alla realtà, impedendo che le proiezioni del piano industriale siano troppo diverse dalle dinamiche competitive del settore di riferimento.

L'efficacia della valutazione relativa è legata all'identificazione di un **Peer Group** (o campione di società comparabili) che presenti caratteristiche operative e finanziarie simili alla società target. Per peer si intendono quelle aziende che operano nello stesso settore industriale, presentano profili di crescita simili e sono soggette a rischi sistematici paragonabili (Damodaran, 2012). La selezione del campione deve estendersi a un'analisi qualitativa di parametri, tra cui la dimensione aziendale, il modello di business e l'esposizione geografica. In una situazione di turnaround, la scelta dei peer ha un alto valore strategico, poiché il confronto con i leader di mercato o con aziende che hanno già completato con successo un processo di risanamento permette di fissare razionalmente gli obiettivi del piano industriale, verificando se il recupero di marginalità ipotizzato sia coerente con i competitor del settore (Guatri & Bini, 2021).

La scelta del moltiplicatore dipende dal valore che si intende stimare, se il valore dell'intera attività operativa (Enterprise Value) o il valore del solo capitale proprio (Equity Value).

I multipli **Asset-side** mettono in relazione l'EV con grandezze economiche o operative collocate prima degli oneri finanziari. Oltre ai diffusi multipli come l'EV/EBITDA, l'EV/EBIT e l'EV/Fatturato, assume particolare rilievo in contesti di crisi l'EV/CIN. Tale indicatore permette di misurare il valore creato per ogni euro di capitale investito nella gestione operativa; in un processo di risanamento, un rapporto EV/CIN stabilmente inferiore all'unità o ai peer di settore suggerisce una profonda ristrutturazione degli

asset o di un intervento volto a riallocare il capitale in modo più efficiente (Guatri & Bini, 2021). L'utilizzo di multipli basati sull'EBITDA permette, inoltre, di confrontare in modo più omogeneo società con differenti politiche di ammortamento o diverse strutture del capitale, mostrando la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa operativi lordi, cruciale per valutare la sostenibilità di un piano di rientro dal debito (Massari et al., 2016).

Al contrario, i multipli **Equity-side** correlano direttamente il valore di mercato del capitale proprio (Equity Value) a grandezze spettanti esclusivamente agli azionisti, come l'Utile Netto (nel caso del *Price/Earnings*) o il Valore Contabile del Patrimonio Netto (*Price/Book Value*, P/BV). Nonostante siano molto utilizzati per la valutazione di società quotate in contesti di stabilità, questi indicatori presentano limiti evidenti nelle situazioni di turnaround: la presenza di perdite nette o di patrimoni netti erosi dalla crisi rende spesso tali multipli non significativi o di difficile interpretazione (Damodaran, 2012). Ciononostante, i multipli patrimoniali (es. P/BV) rimangono utili in ambito di risanamento quando è necessario stimare l'impatto di un aumento di capitale volto a riequilibrare una struttura finanziaria compromessa. In questi casi, la valutazione si sposta sul valore del patrimonio netto (Rosenbaum & Pearl, 2021). In queste circostanze, l'utilizzo dei multipli patrimoniali richiede una rigorosa coerenza con i risultati della *financial due diligence* analizzata nel paragrafo 2.2. È necessario, infatti, che la normalizzazione coinvolga tutte le altre attività e passività aziendali e non solo l'EBITDA o la PFN. L'obiettivo è ricondurre i valori contabili ai loro corrispettivi valori di mercato correnti, facendo in modo che il patrimonio netto utilizzato nel calcolo rispecchi l'effettiva situazione economica della società al momento dell'investimento (Rosenbaum & Pearl, 2021).

Vanno inizialmente distinti i multipli di borsa (*Trading Comparables*) e dai multipli delle transazioni precedenti (*Precedent Transactions*).

A. Multipli di Borsa (Trading Comparables)

Questa metodologia si basa sui prezzi di mercato di società quotate e riflette il valore di transazioni di minoranza effettuate quotidianamente da un numero elevato di investitori. Poiché i titoli scambiati non garantiscono il controllo dell'azienda, il multiplo risultante esprime il valore dell'impresa stand-alone (ovvero come entità indipendente),

senza includere premi per il controllo o benefici derivanti da potenziali sinergie (Rosenbaum & Pearl, 2021).

Il calcolo del multiplo è così articolato:

- Il Numeratore (Prezzo) può essere rilevato in modo puntuale, riferendosi alla quotazione del titolo alla stessa data di chiusura del bilancio della società oggetto di stima. In alternativa, per attenuare l'impatto di variazioni di prezzo anomale o eccessivamente volatili, si utilizza la media dei prezzi registrati negli ultimi 6 o 12 mesi (Massari et al., 2016).
- Il Denominatore è una grandezza fondamentale (economica o patrimoniale) che può essere espressa secondo tre orizzonti temporali per riflettere diverse prospettive di analisi (Damodaran, 2012):
 - Current, che si basa sui dati dell'ultimo bilancio d'esercizio approvato e, nonostante sia il dato più oggettivo, non considera l'andamento della società nel periodo compreso tra la chiusura dell'esercizio e la data di valutazione.
 - Leading (o Forward), che utilizza le proiezioni degli analisti per l'anno in corso o per gli esercizi futuri. Questa impostazione è considerata preferibile poiché il valore di un asset dipende dai benefici economici attesi e non da quelli passati.
 - Trailing (LTM - Last Twelve Months), che aggrega i risultati degli ultimi dodici mesi effettivi. Rappresenta la soluzione tecnica più efficace per avere a disposizione un dato storico recente, evitando che la valutazione sia condizionata da numeri contabili ormai superati dagli eventi gestionali più recenti.

B. Multipli delle Transazioni Concluse (Precedent Transactions)

Questa metodologia si basa sui dati storici relativi ad acquisizioni di società comparabili. Rispetto ai multipli di borsa, tali indicatori si utilizzano in caso di transazioni di maggioranza o di acquisto di azioni che garantiscono il controllo. In situazioni di turnaround e M&A, sono spesso considerati più rilevanti poiché comprendono il premio per il controllo, ulteriore valore che l'acquirente paga per ottenere il potere decisionale nell'impresa e realizzare i necessari interventi di ristrutturazione (Massari et al., 2016).

Il calcolo di tali multipli è strutturato in tal modo:

- Il Numeratore (Prezzo) è costituito dal prezzo di acquisto pattuito contrattualmente tra le parti (*Deal Value*). Tale valore non riflette solo la performance intrinseca della target, ma include anche il valore delle potenziali sinergie e i benefici attesi dall'integrazione o dal rilancio aziendale.
- Il Denominatore, anche in questo caso, può avere tre versioni, a seconda delle informazioni disponibili al momento dell'operazione (Damodaran, 2012):
 - Current, se basato sui dati dell'ultimo bilancio d'esercizio disponibile alla data dell'annuncio dell'acquisizione o dell'avvio del piano di risanamento.
 - Leading, qualora sia calcolato sulle previsioni future elaborate in sede di due diligence.
 - Trailing, se relativo alla redditività degli ultimi dodici mesi effettivi precedenti l'acquisizione, consentendo di avere un'idea chiara dello stato dell'impresa al momento della transazione.

L'applicazione dei multipli, sia di mercato che di transazione, presenta problematiche che possono comprometterne l'attendibilità se non rettificate. In generale, entrambe le metodologie condividono due tipi di problemi: l'eterogeneità del campione, che genera difficoltà nella comparabilità, e la mancanza di coerenza degli elementi utilizzati nella determinazione del singolo multiplo (Damodaran, 2012).

Relativamente all'aspetto della comparabilità, le principali difformità riguardano le diverse prospettive di crescita (g) e i differenti profili di rischio, oltre alle naturali differenze della leva finanziaria e operativa tra la target e i peer. Un altro limite rilevante è rappresentato dalle differenze nei principi contabili (es. diversità tra OIC e IFRS) e nei regimi fiscali nazionali, che possono rendere i risultati non direttamente confrontabili tra società operanti in Paesi differenti, richiedendo di armonizzare preventivamente i dati (Massari et al., 2016).

Nella coerenza del multiplo, invece, la valutazione può essere distorta da fattori che rendono i denominatori economici (EBITDA, EBIT, Utile) non rappresentativi della reale capacità dell'azienda di produrre reddito. Tra questi sono rilevanti la presenza di componenti straordinarie, investimenti extra-caratteristici o crediti fiscali, che possono

mascherare la vera pressione fiscale subita dall'impresa e non mostrare la sua effettiva capacità di generare cassa nel lungo periodo. Una particolare problematica sia ha nell'analisi svolta solo sui bilanci consolidati, che, sebbene offrano una visione d'insieme, nascondono squilibri finanziari individuali o passività non evidenti (Rosenbaum & Pearl, 2021).

A queste problematiche, i multipli delle transazioni precedenti aggiungono la specificità della transazione. In questi casi, il prezzo riflette elementi soggettivi, tra cui la forza negoziale delle controparti, le sinergie strategiche attese dall'acquirente e le specifiche clausole contrattuali che rendono il valore di scambio molto diverso da un valore di mercato stand-alone.

Per superare i limiti appena descritti, gli analisti solitamente adottano alcune tecniche di rettifica che permettono di confrontare dati altrimenti troppo diversi tra loro. Mentre le differenze contabili e fiscali possono essere ridotte selezionando imprese che operano nello stesso Paese, quelle relative ai risultati economici richiedono interventi più specifici (Damodaran, 2012), tra cui la normalizzazione dei valori, che consiste nel rettificare i risultati aziendali (come l'EBITDA o l'EBIT) dalle componenti straordinarie o non ricorrenti che non riguardano l'attività ordinaria. In questa fase è fondamentale il richiamo alla financial due diligence analizzata nel paragrafo 2.2, poiché sono le normalizzazioni effettuate in quella sede che servono a ottenere valori adjusted da utilizzare nel calcolo dei multipli. Se la società è in crisi e presenta perdite, è preferibile utilizzare valori basati sulle vendite (es. EV/Sales) o sul patrimonio netto, che consentono una valutazione anche quando non ci sono utili (Rosenbaum & Pearl, 2021).

Un altro intervento importante consiste nell'aggiustamento della leva operativa, che serve a capire quanto pesano i costi fissi sulla redditività, permettendo di confrontare società con strutture di costo differenti. Sebbene sia un metodo utile, è spesso difficile da applicare perché nei bilanci pubblici non sempre è chiara la distinzione tra costi fissi e variabili (Massari et al., 2016).

Il miglior modo per confrontare la società target con il settore di riferimento è il ricorso alle Value Maps. Questo metodo si basa sulla costruzione di una retta che rapporta la performance operativa o finanziaria delle aziende comparabili con i loro rispettivi multipli di mercato. In questo modo, il valutatore individua il multiplo più coerente con

le reali prestazioni della società da stimare, per determinarne un valore di mercato più accurato (Guatri & Bini, 2021).

Le Value Maps traducono la teoria della creazione del valore in strumenti grafici, in cui ogni mappa identifica una linea di regressione che rappresenta il valore equo (Fair Value) per ogni livello di redditività. Nello specifico, si procede con la spiegazione delle principali relazioni analizzate tramite le Value Maps.

La relazione tra il multiplo patrimoniale **Price to Book Value (P/BV)** e la redditività del capitale proprio (**ROE**) costituisce il pilastro della valutazione in un'ottica equity-side, poiché permette di collegare il valore di mercato alla capacità del management di generare rendimenti per i soci (Penman, 2010). Il punto di partenza di questa analisi è il confronto tra il ROE e il costo del capitale di rischio (r_e) nell'equazione che verrà a breve illustrata, che funge da indicatore del sentiment di mercato e della percezione di creazione di valore:

- $ROE > r_e$: Il mercato esprime un sentore positivo, poiché la società genera un rendimento superiore al costo del capitale proprio. Ciò si traduce in un multiplo P/BV superiore all'unità (valore di mercato maggiore del valore contabile).
- $ROE = r_e$: La società è in una fase di equilibrio; remunera esattamente il rischio e il mercato ne valuta il patrimonio ai valori contabili ($P/BV=1$).
- $ROE < r_e$: Il sentiment danneggia l'azienda, perché nonostante la presenza di utili, la redditività è insufficiente a coprire il costo del capitale, portando a una distruzione di valore e a un multiplo inferiore a uno ($P/BV<1$).

Per formalizzare meglio questa logica, si parte dal *Dividend Discount Model* (DDM). In uno scenario di crescita nulla ($g=0$), dove l'utile prodotto (e) coincide con il dividendo distribuibile, il valore del capitale proprio (P) è espresso dalla capitalizzazione della rendita perpetua degli utili attesi (Gordon, 1962):

$$P = \frac{e}{r_e}$$

Dividendo entrambi i membri per il valore contabile del patrimonio netto (BV), si ottiene la relazione teorica che lega il multiplo all'indicatore:

$$\frac{P}{BV} = \frac{e/BV}{r_e} = \frac{ROE}{r_e}$$

E sebbene questa formula descriva l'equilibrio ideale, la realtà dei mercati è influenzata da rischi specifici, asimmetrie informative e aspettative eterogenee. Per questo motivo, nella pratica ci si sposta dalla teoria alla statistica attraverso la Value Map, basata su una regressione lineare calcolata sui dati del peer group (Meitner, 2006):

$$\frac{P}{BV} = a + b * ROE$$

In questa funzione, l'intercetta a rappresenta il valore minimo che il mercato attribuisce agli asset anche in assenza di redditività attuale, riflettendo il valore di liquidazione o l'opzione di rilancio, mentre il coefficiente b indica la sensibilità del multiplo al variare del ROE, approssimandosi teoricamente al reciproco di r_e . L'integrazione tra la retta di regressione e i dati reali permette di identificare i concetti di sopra e sottovalutazione delle società:

1. Le **aziende sopra la retta** sono considerate sopravvalutate dal modello statistico; il loro prezzo di mercato è superiore a quanto giustificato dalla loro attuale redditività rispetto alla media di settore.
2. Le **aziende sotto la retta** sono considerate sottovalutate; il mercato le scambia a un prezzo inferiore rispetto al potenziale espresso dal loro ROE.

A conferma di ciò, riportiamo a titolo esemplificativo un grafico della Value map che illustra la relazione tra P/BV e ROE di diverse società petrolifere (Damodaran, 2012):

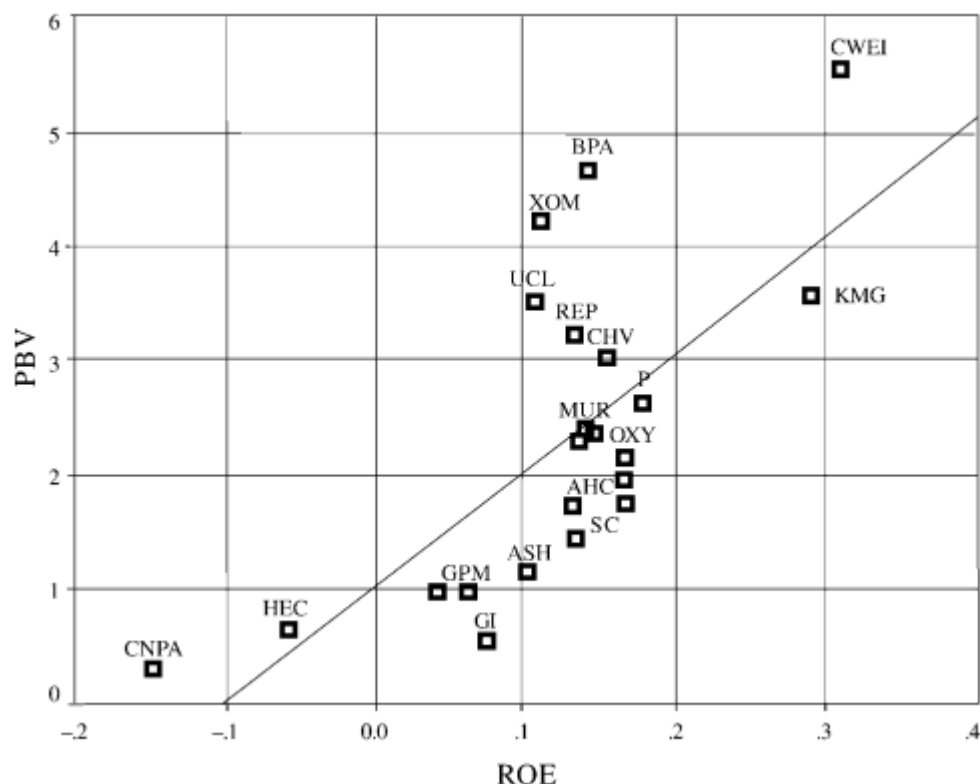


Figura - Value map Price to Book Value versus ROE: Oil Companies - fonte: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/val3ed/c19.pdf>

Per il valutatore, questo strumento è fondamentale, poiché individuando la posizione della società target sulla retta, è possibile stimare un multiplo equo che rifletta la reale performance aziendale depurata dalle anomalie temporanee del mercato (Guatri & Bini, 2021). Questo approccio garantisce che la valutazione finale non sia una scelta arbitraria di un multiplo medio, ma una stima dinamica fondata sull'evidenza empirica del settore (Cheng & McNamara, 2000).

La relazione tra il multiplo **Enterprise Value / Capitale Investito Netto (EV/CIN)** e la redditività del capitale investito (**ROI**) rappresenta il principale strumento valutativo nell'analisi asset-side. È molto importante in contesti di turnaround, poiché permette di valutare l'efficienza degli investimenti aziendali (Koller et al., 2020).

Il punto di partenza dell'analisi è il confronto tra la redditività operativa al netto delle imposte ($ROI(1 - t_c)$) e il costo medio ponderato del capitale (WACC), che serve per comprendere la capacità reale dell'azienda di generare valore:

- **$ROI(1 - t_c) > WACC$** : Il mercato percepisce una creazione di valore e l'attività operativa produce un rendimento superiore al costo delle risorse impiegate. Il multiplo EV/CIN sarà superiore all'unità.

- **$ROI(1 - t_c) = WACC$** : L'azienda è in equilibrio operativo e il valore dell'impresa coincide con il capitale investito netto ($EV/CIN = 1$).
- **$ROI(1 - t_c) < WACC$** : Scenario tipico di crisi, in cui l'azienda distrugge valore poiché la redditività non copre il costo dei capitali raccolti. Il multiplo sarà influenzato da un EV inferiore al capitale investito ($EV/CIN < 1$).

Nella valutazione assoluta, in uno scenario di assenza di crescita ($g = 0$), l'Enterprise Value (EV) è dato dall'attualizzazione del reddito operativo netto atteso (NOPAT), come visto nella prima parte di questo paragrafo dedicata ai metodi di valutazione basati sui DCF. In funzione di ciò, la derivazione matematica del multiplo può essere determinata partendo dalla definizione stessa di redditività operativa. Il ROI è infatti espresso dal rapporto tra il risultato operativo (EBIT) e il capitale investito netto (CIN); ne consegue che l'EBIT è il prodotto della totalità degli asset per il loro rendimento operativo ($EBIT = ROI * CIN$), come formalizzato nella scomposizione dei quozienti di bilancio (Brealey et al., 2023).

Di conseguenza, il NOPAT, che rappresenta il flusso di cassa operativo spettante a tutti i finanziatori in assenza di crescita, è pari a $(ROI * CIN) \times (1 - t_c)$.

L'Enterprise Value è dunque ottenuto attualizzando tale flusso perpetuo al costo medio ponderato del capitale:

$$EV = \frac{ROI * CIN \times (1 - t_c)}{WACC}$$

Dividendo entrambi i membri per il capitale investito netto (CIN), si vede il legame tra il multiplo e il ROI:

$$\frac{EV}{CIN} = \frac{ROI(1 - t_c)}{WACC}$$

Anche in questo caso nella pratica, per identificare le sensazioni del settore, si ricorre alla Value Map costruita tramite regressione lineare:

$$\frac{EV}{CIN} = a + b(ROI)$$

In questa funzione statistica, i parametri assumono un significato strategico per il risanamento; infatti a esprime il valore che il mercato attribuisce al capitale investito anche in assenza di redditività immediata, riflettendo spesso il valore di liquidazione

degli asset o l'opzione di ristrutturazione. Il coefficiente b indica, invece, la sensibilità del valore dell'intera impresa al recupero della marginalità operativa.

L'integrazione dei dati reali nel grafico della retta di regressione permette di indirizzare operativamente la strategia di turnaround, trasformando un'analisi statica in uno strumento di pianificazione dinamica (Pinto, 2020). Il posizionamento dell'azienda rispetto alla retta fornisce infatti un'immagine immediata sullo stato della crisi e sulle principali leve di intervento per il risanamento:

- Sottovalutazione operativa (sotto la retta): se la target presenta un multiplo EV/CIN inferiore a quello previsto dalla retta per il suo livello di ROI, il mercato sta considerando un rischio specifico eccessivo o ha sfiducia nella governance attuale. È in questo caso che le manovre di ristrutturazione del debito e gli aumenti di capitale sono particolarmente efficaci; infatti, l'immissione di nuove risorse è sintomo di rinnovata fiducia, favorendo un riallineamento del multiplo ai livelli di settore (Rosenbaum & Pearl, 2021). Tale area è ideale per operazioni di Private Equity, poiché il fondo può acquisire l'azienda a un multiplo ridotto e generare valore semplicemente riportando la valutazione ai livelli medi di settore grazie ad una migliore corporate governance (Vernimmen et al., 2022).
- Sopravvalutazione o aspettative euforiche (sopra la retta): in questo caso, il mercato ha già incorporato nel prezzo gran parte dei benefici futuri del risanamento. Per l'investitore, in questa circostanza non conviene effettuare ulteriori investimenti di capitale. Ci si può focalizzare su operazioni di M&A in uscita, approfittando della valutazione generosa del mercato per cedere rami d'azienda e cristallizzare il valore prima che eventuali ritardi nel piano di rilancio provochino un calo dei multipli (Massari et al., 2016).
- Inefficienza strutturale (spostamento lungo la retta): se l'azienda si trova nella parte bassa della retta (basso ROI e basso EV/CIN), la Value Map indica che la distruzione di valore è di natura industriale e sono consigliati interventi di ristrutturazione Asset Side, quali fusioni con partner industriali (M&A) per generare sinergie di costo o dismissioni di asset non core per ridurre la massa del capitale investito. Questo è il contesto migliore per attuare operazioni di Leveraged Buyout (LBO) finalizzate al turnaround operativo, visto che il debito contratto per l'acquisizione viene ripagato attraverso il cash flow generato dal miglioramento dei margini e dalla vendita degli

asset non core, permettendo all'azienda di scorrere verso l'alto lungo la retta di regressione (Koller et al., 2020).

In definitiva, la Value Map indica con precisione al management l'incremento di rendimento necessario per giustificare l'immissione di nuovo capitale o per riportare il valore dell'impresa sopra il valore contabile degli investimenti effettuati (Guatri & Bini, 2021).

Altro mezzo utile nell'analisi asset-side consiste nella relazione tra il multiplo delle vendite (**EV/Sales**) e la redditività del fatturato (**ROS**). Tale legame risulta particolarmente prezioso nelle fasi iniziali di un turnaround, specialmente quando il capitale investito è negativo a causa di pesanti svalutazioni che renderebbero il ROI un indicatore instabile (Damodaran, 2012). Partendo dall'identità del reddito operativo $EBIT = Sales * ROS$, si ottiene che il NOPAT è pari a $(Sales * ROS)(1 - t_c)$. Nel caso di crescita zero, l'Enterprise Value è dunque espresso dalla seguente formula:

$$EV = \frac{(Sales * ROS)(1 - t_c)}{WACC}$$

Dividendo entrambi i membri per il fatturato, evidenziamo il legame tra il multiplo e il ROS:

$$\frac{EV}{Sales} = \frac{(ROS)(1 - t_c)}{WACC}$$

Tale formula dimostra che il valore dell'azienda è direttamente proporzionale alla sua capacità di trasformare il fatturato in reddito operativo. Nel piano di risanamento, ogni aumento percentuale del ROS si traduce quindi in una crescita del valore complessivo dell'impresa (Koller et al., 2020). Nella costruzione della Value Map basata sul fatturato ($\frac{EV}{Sales} = a + b * ROS$), l'analisi permette di identificare due casi rilevanti: la presenza di una sottovalutazione dell'EV (sotto la retta), dove operazioni di comunicazione finanziaria possono liberare valore inespresso, o un problema di efficienza (lungo la retta), dove il turnaround deve necessariamente passare per operazioni di ristrutturazione asset side o di efficientamento dei costi fissi per incrementare il margine operativo (Guatri & Bini, 2021). Individuando il multiplo equo tramite questa regressione, il valutatore può dunque definire con precisione l'obiettivo di redditività minima necessario per garantire la sostenibilità del debito e il successo del piano di rilancio.

La valutazione relativa, per essere efficace in un contesto di turnaround, deve seguire un iter metodologico con lo scopo di eliminare le distorsioni informative. La letteratura finanziaria internazionale concorda su una procedura che permette di passare dai dati dei comparable al valore dell'equity della target (Damodaran, 2012; Pinto et al., 2020; Rosenbaum & Pearl, 2021):

1. Selezione e analisi dei comparable, consiste nell'individuazione di un campione di società che operano nello stesso settore e con profili di rischio simili.
2. Scelta dei multipli e aggiustamento, prevede la selezione degli indicatori (es. EV/CIN o EV/Sales) e la rettifica dei dati per eliminare componenti straordinarie nei bilanci dei peer.
3. Costruzione della Value Map, è fondamentale per legare i multipli alla redditività (ROI, ROS, ROE), ottenendo il multiplo equo specifico per la target.
4. Passaggio all'Equity Value, sottraendo la Posizione Finanziaria Netta dall'Enterprise Value applicando le rettifiche finali.

Questo iter presenta differenze, principalmente connesse al calcolo dell'Equity Value (Fase 4), a seconda che l'impresa sia quotata o meno.

Il Capitolo 2 ha mostrato come valutare lo stato di salute di un'impresa e determinarne il valore intrinseco e relativo. L'analisi dello scostamento dai parametri teorici di settore è il presupposto logico per le fasi successive del turnaround. Una volta identificate le inefficienze e la distanza rispetto ai multipli di equilibrio del mercato, è possibile definire le manovre di finanza straordinaria, quali fusioni, aumenti di capitale, ristrutturazioni del debito o operazioni di Leveraged Buyout, che saranno l'oggetto dell'analisi del Capitolo 3. Tali interventi avranno l'obiettivo ultimo di intervenire sui parametri operativi e patrimoniali identificati per riportare la società verso l'equilibrio economico e la generazione di valore.

Capitolo 3 – Strategie di Corporate Finance per il risanamento e la creazione di valore

Terminato il capitolo 2, si evince come la valutazione dell'impresa smette di essere un calcolo teorico e si trasforma nel punto di partenza operativo per il rilancio. Se i primi

due capitoli hanno permesso di capire perché l'azienda è in crisi e quanto valore ha distrutto, questo capitolo affronta il come intervenire. In un processo di turnaround, infatti, non ci si può limitare alla gestione ordinaria; occorre attivare strumenti di finanza straordinaria per agire congiuntamente sulla redditività e sulla struttura del capitale.

In primis è importante stabilizzare la cassa intervenendo sui costi e sul capitale circolante, anche tramite la vendita degli asset non più centrali per il business. Solo a quel punto è possibile accordarsi con i creditori per ristrutturare il passivo, cercando di rendere il debito sostenibile nel lungo periodo.

Il solo consolidamento del debito è però spesso insufficiente senza l'immissione di nuovo capitale e un cambio di prospettiva strategica. Per tale ragione, la trattazione approfondirà il ruolo dei nuovi investitori, con particolare focus sul Private Equity (paragrafo 3.3), e l'utilizzo di operazioni di integrazione come le fusioni, le acquisizioni e i Leveraged Buyout (paragrafo 3.4), intesi come mezzi per realizzare sinergie e di rilancio industriale. Tutte queste azioni, dalle più immediate alle più strategiche, hanno il loro riepilogo nel piano di risanamento, ovvero il documento che non è solo una previsione numerica, ma la prova concreta che l'azienda ha riacquisito la capacità di generare valore per l'equity e per tutti i suoi stakeholder.

3.1 Le manovre preliminari di efficientamento operativo e disinvestimento

Efficienza operativa e abbattimento dei costi (Cost Cutting)

In un processo di turnaround, l'abbattimento dei costi rappresenta l'intervento iniziale per interrompere il consumo di cassa inutile e favorire l'autofinanziamento. Piuttosto che un taglio netto di ogni voce di spesa, l'operazione deve essere intesa come una ristrutturazione dei costi volta a rendere l'impresa profittevole anche a livelli di fatturato ridotti (Slatter et al., 2006). L'intervento si suddivide in due fasi tra loro complementari.

La prima consiste nell'ottimizzazione dei costi variabili, intervenendo direttamente sul costo del venduto tramite la rinegoziazione dei contratti di fornitura e il miglioramento dei processi produttivi. Lo scopo è aumentare il margine di contribuzione unitario, ossia la differenza tra il prezzo di vendita e il costo variabile unitario ($p - cv$). In tal modo si ottiene un incremento del fatturato che può incrementare la cassa utile per coprire gli oneri finanziari e i costi fissi residui (Mullins, 2014). Sotto il profilo strategico, abbassare il fatturato di break-even, ovvero il livello di ricavi in cui il margine di contribuzione

totale corrisponde ai costi fissi ($Mdc = Costi\ Fissi, EBIT = 0$), permette all'azienda di sopportare cali di volume più pesanti senza subire una perdita operativa. Si amplia così il cosiddetto margine di sicurezza (Mds).

Quest'ultimo rappresenta la distanza tra il fatturato effettivo (R) e il fatturato di pareggio o di sopravvivenza (R_{be} , break-even) calcolato in funzione del margine di contribuzione percentuale ($Mdc\%$), ovvero il rapporto tra il margine di contribuzione totale e i ricavi (Datar & Rajan, 2021):

$$Mdc\% = \frac{R - CV}{R}$$

Il fatturato di pareggio si ottiene quindi come il rapporto tra i costi fissi totali e il margine di contribuzione percentuale:

$$R_{be} = \frac{Costi\ Fissi}{Mdc\%}$$

Il margine di sicurezza si esprime invece come il rapporto tra l'eccedenza dei ricavi rispetto al break-even e i ricavi stessi:

$$Mds = \frac{R - R_{be}}{R}$$

L'ampliamento del Mds è cruciale perché identifica il calo percentuale massimo del fatturato che l'azienda è in grado di sopportare prima di cessare la generazione di un reddito operativo positivo. Un incremento del $Mdc\%$, derivante dall'efficientamento dei costi variabili, riduce il denominatore del calcolo di R_{be} , abbassando la soglia minima di sopravvivenza economica (Brealey et al., 2023). Più alto è il margine di sicurezza, maggiore è la capacità dell'azienda di resistere all'instabilità senza produrre ulteriore distruzione di valore, garantendo la continuità, fondamentale per la stabilizzazione dell'Enterprise Value (Datar & Rajan, 2021).

Il secondo livello di intervento riguarda la riduzione dei costi fissi, una manovra mirata a ridurre il Grado di Leva Operativa (GLO). Quest'ultimo misura la sensibilità del reddito operativo rispetto a variazioni del fatturato ed è espresso dal rapporto tra il margine di contribuzione e il reddito operativo, il quale è ottenuto sottraendo i costi fissi dal margine stesso:

$$GLO = \frac{Mdc}{EBIT} = \frac{R - CV}{(R - CV) - Costi\ Fissi}$$

Nelle aziende in crisi, un GLO elevato rappresenta un rischio rilevante poiché, a causa dell'alto ammontare di costi fissi, anche un lieve calo dei ricavi provoca una riduzione più che proporzionale dell'EBIT, accelerando il declino. La riduzione dei costi fissi agisce direttamente sul denominatore della formula, aumentando la stabilità del reddito operativo ed esponendo meno l'impresa a eventuali diminuzioni di domanda (Damodaran, 2014). Una struttura di costi ottimizzata non solo migliora l'EBIT, ma riduce notevolmente il rischio operativo dell'impresa, grazie ad una minore volatilità dei flussi di cassa attesi (Rosenbaum & Pearl, 2021; Berk & DeMarzo, 2024). Ciò consente anche di applicare tassi di attualizzazione più favorevoli nei modelli di valutazione (come il DCF), aumentando l'Enterprise Value dato il minor premio per il rischio richiesto dal mercato (Rosenbaum & Pearl, 2021). Il controllo del GLO tramite il cost cutting è, inoltre, un utile segnale di affidabilità verso i creditori, poiché dimostra che la società è in grado sopportare eventuali instabilità di mercato senza compromettere la propria continuità aziendale.

Ottimizzazione del Capitale Circolante Netto Operativo

Completata la stabilizzazione della redditività, la strategia di risanamento deve focalizzarsi sul massimizzare la liquidità interna attraverso l'efficienza del ciclo del circolante. Sempre in riferimento al turnaround, il CCNO non rappresenta solo una grandezza patrimoniale, ma costituisce la principale riserva di cassa interna di cui l'impresa può disporre senza ricorrere a nuovo indebitamento. L'obiettivo principale dell'azienda è l'equilibrio del ciclo monetario, che si ottiene quando la somma dei tempi di incasso e di giacenza è inferiore ai tempi medi di pagamento dei fornitori (Garcia-Teruel & Martinez-Solano, 2007). Come analizzato nelle cause della crisi (paragrafo 1.3), un ciclo del circolante inefficiente assorbe risorse preziose. L'attività di risanamento punta, dunque, a trasformare il circolante in una fonte di autofinanziamento.

Per raggiungere tale obiettivo, l'intervento agisce sulle tre componenti fondamentali del ciclo, partendo dalla gestione dei crediti verso clienti, la cui riscossione deve essere resa più rapida e sicura. Al fine di generare liquidità immediata, l'impresa può ricorrere al factoring, strumento che consente di ottenere prontamente cassa attraverso la cessione dei propri crediti commerciali a un operatore specializzato. L'efficacia di tale strumento

nelle diverse fasi del declino aziendale è confermata dal suo utilizzo da parte dei player di mercato. Le analisi rilevano infatti che l'attività dei factor si concentra per il 30% in situazioni di pre-crisi e per ben il 70% in contesti di crisi conclamata, mentre risulta quasi nulla (inferiore all'1%) nei casi di dissesto irreversibile (Deloitte & Assifact, 2023). Tali evidenze dimostrano come il factoring sia una soluzione ottimale proprio per sostenere il rilancio in situazioni di stress finanziario e prevenire il default nelle fasi di pre-crisi. Oltre all'accesso immediato alla liquidità, lo strumento offre vantaggi distintivi integrandosi perfettamente con le procedure di risanamento regolate dal CCII e dalla Direttiva (UE) 2019/1023. In particolare, garantisce una consequenziale e migliore gestione del ciclo attivo con riduzione degli insoluti e una maggiore tutela dei crediti da eventuali pignoramenti da parte di terzi creditori. Nelle procedure di composizione negoziata, il factoring supporta la continuità aziendale potendo beneficiare della prededucibilità del finanziamento, favorendo così l'apporto di nuovi capitali e la ristrutturazione del debito (Panzani, 2022; Deloitte & Assifact, 2023). Si possono utilizzare, in alternativa, strumenti come l'anticipo su fatture o lo smobilizzo di portafoglio RIBA, trasformando asset illiquidi in cassa pronta per essere utilizzata e stabilizzando le entrate necessarie per il piano di risanamento (Mullins, 2014; Rosenbaum & Pearl, 2021).

Parallelamente, l'impresa deve agire sulla riduzione della giacenza media delle rimanenze, per convertire tempestivamente il magazzino in eccesso in flussi di cassa. Nel risanamento, la priorità è lo smobilizzo delle scorte obsolete o a lenta rotazione, delle quali l'accumulo riduce la quantità di disponibilità liquide per l'azienda. Per ottimizzare questa componente, l'adozione di logiche di gestione Just-in-Time permette di sincronizzare i flussi di approvvigionamento con le effettive esigenze produttive e di vendita, minimizzando l'accumulo di stock e il relativo assorbimento di risorse (Datar & Rajan, 2021). Questa operazione si collega direttamente alle strategie di taglio dei costi operativi già analizzate, poiché la riduzione dei livelli di giacenza non libera solo liquidità immediata, ma abbate i costi di stoccaggio, della logistica interna e delle coperture assicurative, contribuendo in modo determinante al recupero di valore dei margini (Shin & Soenen, 1998).

La durata media dei debiti commerciali deve mirare alla conservazione della liquidità e alla stabilità delle forniture, rinegoziando le scadenze per posticipare le uscite monetarie (Damodaran, 2012). L'obiettivo è soddisfare il fabbisogno finanziario senza

interrompere i pagamenti e compromettere le relazioni con i fornitori strategici e la continuità operativa. Una corretta gestione del passivo impedisce che i debiti commerciali diventino eccessivi e previene rischi legali e interruzioni nella catena del valore (Arzac, 2004; Gaughan, 2017).

Questi interventi risultano efficaci quando sono in grado di riportare il CCNO verso il suo livello di normalità operativa (Peg), precedentemente analizzato in fase valutativa (paragrafo 2.2). Tale manovra neutralizza tentativi di window dressing o eventuali effetti provocati da picchi di stagionalità rilevati in sede di analisi (Rosenbaum & Pearl, 2021). Ridurre il valore del capitale circolante diminuisce, dunque, il fabbisogno finanziario e massimizza la generazione di flussi di cassa operativi. L'efficienza del ciclo operativo rende più stabile la struttura finanziaria, garantendo le risorse necessarie per sostenere la ripartenza prevista nel piano di rilancio (Damodaran, 2012; Koller et al., 2020).

Dismissioni strategiche e razionalizzazione dell'attivo non core

Oltre all'efficientamento del ciclo operativo, il rilancio aziendale richiede una profonda revisione della struttura patrimoniale. In questa fase, l'impresa deve liberarsi degli asset non funzionali alla nuova direzione strategica attraverso un'attività nota come Asset Retrenchment, ovvero una contrazione delle attività finalizzata al recupero di efficienza. Questa manovra ha il duplice scopo di immettere liquidità immediata e snellire l'organizzazione. Quando le risorse sono limitate, disinvestire permette di concentrare ogni sforzo esclusivamente sulle attività capaci di generare valore nel lungo periodo (Feldman, 2020).

La selezione degli asset da dismettere segue i criteri della Resource-Based View (RBV), che identifica nelle risorse e nelle capacità interne le determinanti della redditività. Il modello VRIO permette che un asset venga valutato in base al suo valore, alla sua rarità, alla sua inimitabilità e al modo in cui l'organizzazione è strutturata per sfruttarlo. Nel turnaround, gli immobili non strumentali, le partecipazioni di minoranza o gli impianti che non soddisfano questi requisiti sono definiti non-core e considerati fonti di inefficienza. La loro vendita rappresenta una forma di autofinanziamento straordinaria che evita l'aggravamento dell'indebitamento. Ciò consente anche di destinare il capitale ottenuto verso quegli asset che hanno il potenziale per generare flussi di cassa futuri e garantiscono la solidità del piano di risanamento (Barney & Hesterly, 2019). Una tecnica efficace per recuperare risorse è l'operazione di Sale and Leaseback, tramite la quale

l'impresa trasferisce la proprietà di un bene strumentale a una società di leasing, per ottenere liquidità immediata. L'impresa ne mantiene l'utilizzo operativo pagando un canone periodico, trasformando così un bene illiquido in cassa pronta per il piano di rilancio. Questa manovra permette di aumentare la disponibilità di denaro e la flessibilità finanziaria senza dover interrompere i processi produttivi (Berk & DeMarzo, 2024). La ristrutturazione dell'attivo può spingersi fino alla vendita di rami d'azienda o alla chiusura di divisioni che producono perdite. Sebbene queste scelte riducano il fatturato, sono decisive per eliminare le attività che consumano liquidità e per riportare l'impresa in equilibrio economico. Il disinvestimento di asset non strategici serve inoltre a dimostrare ai creditori la volontà del management di intervenire sulla struttura del capitale per salvaguardare il valore aziendale (Koller et al., 2020).

L'evoluzione naturale della cessione di rami d'azienda, in contesti di crisi complessi, si manifesta in operazioni di finanza straordinaria più articolate quali il **carve-out** e lo **spin-off**. Se la vendita tradizionale mira al realizzo di cassa immediato, queste manovre puntano alla creazione di valore attraverso la ridefinizione del gruppo societario. Tali operazioni rispondono alla necessità di eliminare il cosiddetto sconto di diversificazione (conglomerate discount), in cui il mercato valuta un gruppo in crisi meno della somma delle sue singole parti a causa della complessità e delle inefficienze incrociate (Feldman, 2020).

Lo strumento del carve-out consente alla capogruppo di quotare o cedere una quota di minoranza di una Business Unit ad alto potenziale. Questo genera un aumento di liquidità e attribuisce un valore alla divisione separata. Lo spin-off realizza invece una separazione netta e la Business Unit diventa un'entità giuridica indipendente (Rosenbaum & Pearl, 2021).

L'obiettivo prioritario, in entrambi i casi, è valorizzare quegli asset che rischierebbero di essere trascinati nel default della capogruppo. Rimanere all'interno di una struttura in crisi, infatti, comporterebbe per queste attività un costo del capitale eccessivo e non coerente con la loro reale rischiosità operativa (Berk & DeMarzo, 2024). Tali manovre sono alla base del modello "Good Company / Bad Company". Attraverso la separazione, l'impresa si focalizza sui rami d'azienda sani, caratterizzati da redditività e flussi di cassa stabili (Good Co), anziché sulle attività costantemente in perdita o con eccessive

passività finanziarie (Bad Co). Questa distinzione produce tre effetti determinanti per il risanamento:

- **Efficienza dei multipli di valutazione** - la Good Co, operando come entità autonoma in un settore specifico, può essere valutata dal mercato a multipli coerenti con i propri peer di settore, spesso significativamente più alti rispetto a quelli della società in crisi.
- **Accesso al capitale** - una società rinnovata ha un ingresso facilitato al mercato del debito e dell'equity, potendo raccogliere risorse a costi inferiori rispetto alla capogruppo.
- **Protezione dal contagio** - la separazione giuridica tutela gli asset migliori dalle richieste dei creditori della Bad Co, garantendo la continuità operativa e il valore delle due entità (Koller et al., 2020).

La ristrutturazione tramite spin-off o carve-out rende la crisi di un gruppo un'opportunità di riposizionamento per le nuove nate. La creazione di un'entità indipendente e performante può generare le risorse (tramite dividendi straordinari o cessioni di quote) necessarie per rimborsare il debito residuo nella Bad Co o per finanziare la ristrutturazione delle restanti attività core. Tale approccio sposta il focus del risanamento dalla semplice sopravvivenza alla massimizzazione del valore degli asset strategicamente rilevanti (Feldman, 2020; Rosenbaum & Pearl, 2021).

Si riporta di seguito uno schema che riassume gli interventi trattati nel paragrafo 3.1, evidenziando il legame tra le azioni operative e i risultati attesi sulla struttura aziendale:

Strumento di Intervento	Obiettivo	Azioni Principali	Impatto sul Risanamento
Efficienza operativa e cost cutting	Abbattere i costi variabili e fissi	Taglio costi variabili (aumento Mdc) e costi fissi (diminuzione GLO).	Aumento dell'EBITDA e riduzione della volatilità dei flussi di cassa.
Ottimizzazione CCNO	Aumentare le disponibilità liquide	Gestione crediti (Factoring), logiche JIT per scorte e rinegoziazione debiti commerciali.	Trasformazione del circolante in una fonte di autofinanziamento.
Asset Retrenchment	Smobilizzare il capitale fisso e recuperare efficienza	Vendita beni non strategici (VRIO), immobili non strumentali e <i>Sale and Leaseback</i> .	Ingresso di cassa straordinaria e snellimento della struttura patrimoniale.
Ristrutturazione societaria (Carve-out / Spin-off)	Attuazione del modello Good Co / Bad Co	Separazione legale e operativa di Business Unit performanti dalla struttura in crisi.	Isolamento degli asset pregiati dal contagio del debito e ripristino dei multipli di mercato.

Tabella - Riepilogo delle manovre di efficientamento e ristrutturazione dell'attivo. Fonte: Autoprodotta (su base bibliografica).

3.2 La ristrutturazione del passivo e il riequilibrio del debito

Manovre sul debito bancario: moratorie e accordi di ristrutturazione

Una volta stabilizzati i margini operativi, il successo del turnaround dipende dalla capacità di risolvere il fenomeno del debt overhang (o sovraindebitamento strutturale), già analizzato tra le cause della crisi (paragrafo 1.3). Questa condizione di paralisi finanziaria si verifica quando il peso delle passività pregresse diventa talmente oneroso da scoraggiare ogni nuovo investimento a valore aggiunto ($VAN > 0$), poiché ogni eccesso di liquidità generato dalla gestione verrebbe assorbito esclusivamente dal rimborso dei vecchi creditori anziché sostenere il rilancio (Hennessy, 2004). Per ovviare a questo problema, la manovra sul passivo deve riportare i debiti a un livello sostenibile, partendo dal presupposto che mantenere l'azienda attiva e operativa generi molto più valore per tutti gli stakeholder rispetto alla chiusura e alla vendita dei singoli beni aziendali (Koller et al., 2020; Berk & DeMarzo, 2024).

Il primo intervento, caratterizzato da un'elevata urgenza operativa, è la moratoria (o stand-still agreement). Si tratta di un accordo negoziale temporaneo con cui i creditori finanziari concedono di sospendere il rimborso delle quote capitale delle linee di credito in essere. Tale patto ha solitamente una durata limitata (60-120 giorni) ed è finalizzato a stabilizzare la situazione finanziaria per il tempo necessario a negoziare un accordo di ristrutturazione definitivo. Sotto il profilo finanziario, la moratoria mira a ridurre il Cash Burn Rate, ovvero il tasso di erosione della liquidità aziendale (Damodaran, 2009):

$$\text{Cash Burn Rate} = \frac{|\Delta (-) \text{ Liquidità}|}{t}$$

In questa formula, il numeratore rappresenta il deficit di cassa netto, generato in un determinato intervallo temporale (t). La scelta dell'unità temporale è funzione della severità della crisi. In contesti di forte stress, il monitoraggio avviene su base settimanale o quotidiana, mentre in contesti di risanamento programmato, si utilizza solitamente un periodo mensile. Un Cash Burn Rate elevato riduce il cash runway, ovvero il tempo residuo prima dell'esaurimento totale della cassa disponibile per la continuità aziendale (Damodaran, 2009; Berk & DeMarzo, 2024).

Nel Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, la moratoria è affiancata dalla composizione negoziata (art. 18), procedura stragiudiziale che impedisce ai creditori di avviare o proseguire azioni individuali sul patrimonio aziendale. La norma garantisce inoltre il mantenimento dei contratti pendenti e vieta di acquisire nuovi privilegi che altererebbero la par condicio creditorum durante le trattative (Panzani, 2022).

L'obiettivo principale della moratoria è il ripristino di un DSCR sostenibile, agendo in modo combinato sulle componenti della formula per ristabilire l'equilibrio finanziario (Koller et al., 2020):

$$\text{DSCR} = \frac{\text{FCFO} (\uparrow) \pm \Delta \text{CCNO} - \text{Imposte}}{\text{Quota capitale} (\downarrow) + \text{interessi}}$$

L'impatto al denominatore è immediato grazie all'azzeramento della quota capitale (↓). Si ha parallelamente un aumento del FCFO (↑) attraverso la normalizzazione dell'attività operativa che libera flussi precedentemente destinati al servizio del debito. Tale stabilità consente al management di concentrarsi sulla marginalità, eliminando le inefficienze della situazione emergenziale (Damodaran, 2014; Feldman, 2020). Questa manovra permette di agevolare la ristrutturazione aziendale, partendo dal presupposto che la continuità aziendale sia in grado di generare un valore superiore rispetto all'ipotesi di liquidazione. Ciò porta gli stakeholder a collaborare per massimizzare il valore del recupero atteso e dare all'azienda il tempo sufficiente ad attuare il piano di rilancio strategico (Panzani, 2022; Berk & DeMarzo, 2024).

L'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 57 CCII) rappresenta l'intervento definitivo sulla PFN della società, a differenza della moratoria che ha carattere temporaneo. L'operazione è volta a gestire i flussi in uscita e modificare l'ammontare del debito per

riportarlo a un livello sostenibile. L'impatto sulla PFN si esprime attraverso tre strumenti fondamentali:

1. Il Debt Rescheduling (Riscadenzamento) si applica in casistiche di crisi di liquidità, provocate da un semplice squilibrio finanziario tra fonti e impieghi. Consiste nella trasformazione delle passività correnti in debiti a medio-lungo termine e sebbene il valore nominale della PFN rimanga invariato, questa manovra ne modifica la qualità, riducendo drasticamente la quota capitale annua al denominatore del DSCR (calcolato su base annuale). Allineando le scadenze del debito alla capacità di generazione del FCFO, l'impresa riacquista la stabilità operativa necessaria per il rilancio strategico (Damodaran, 2014).
2. La riduzione del tasso di interesse viene adottata in situazioni di bassa redditività operativa. La rinegoziazione dei tassi, attraverso una semplice riduzione o conversione di tassi variabili in fissi più sostenibili, abbatte gli interessi al denominatore del DSCR. Questo intervento garantisce che il costo del capitale di debito sia compatibile con il ritorno atteso dagli asset aziendali (Damodaran, 2014; Berk & DeMarzo, 2024).
3. Il Debt Haircut (Stralcio) è la manovra più efficace, utilizzata in situazioni di insolvenza patrimoniale causate da un forte sovraindebitamento. La rinuncia parziale al capitale da parte dei creditori riduce il valore complessivo della PFN (↓). Questa riduzione genera una sopravvenienza attiva a conto economico che si riflette in un incremento del Patrimonio Netto, migliorando drasticamente il Leverage (PFN/PN). Empiricamente, si ricorre allo stralcio quando il valore attuale dei flussi attesi in caso di going concern è superiore al recupero atteso in una procedura liquidatoria (Koller et al., 2020).

È opportuno precisare che il DSCR viene calcolato su un orizzonte temporale di 12 mesi, in conformità con la definizione normativa di crisi introdotta dall'art. 2, comma 1, lett. a) del CCII (come modificato dal D.Lgs. 83/2022). La decorrenza parte dalla data di definizione dell'accordo o, in ottica di pianificazione (forward-looking), dalla data di redazione del piano di risanamento. Tale periodo di osservazione annuale ha sostituito l'iniziale orizzonte semestrale previsto nelle prime interpretazioni (CNDCEC, 2019). Ciò permette di verificare l'intero ciclo del CCNO e se i flussi di cassa operativi generati dalla

nuova gestione siano sufficienti a coprire il servizio del debito rinegoziato nell'esercizio immediatamente successivo (Panzani, 2022; CNDCEC, 2025).

La PFN ritorna dunque a essere gestibile grazie a un aumento del DSCR:

$$DSCR = \frac{FCFO(\uparrow) \pm \Delta CCNO - Imposte}{(Quota\ Capitale(\downarrow\downarrow) + Interessi(\downarrow)) < FCFO}$$

Un'evoluzione fondamentale è data dall'accordo ad efficacia estesa (art. 61 CCII), che consente di applicare gli effetti della ristrutturazione (inclusi stralci e riscadenzamenti) anche ai creditori dissenzienti, purché l'accordo sia sottoscritto da una maggioranza qualificata del 75%. Per garantire la coerenza con il piano di risanamento, questo strumento elimina il rischio di hold-out, ovvero il tentativo di singoli creditori di ostacolare l'intervento per ottenere un pagamento integrale (Panzani, 2022).

Operazioni di Debt-to-Equity Swap e strumenti finanziari partecipativi (SFP)

Per ragioni di coerenza, è opportuno precisare che le operazioni di conversione e gli strumenti finanziari ibridi vengono trattati in questa sede e non nella sezione relativa agli apporti di nuovi capitali (paragrafo 3.3), in quanto la loro finalità non è l'apporto di nuova liquidità proveniente dall'esterno, bensì il riequilibrio del debito preesistente. Da questo punto di vista, tali soluzioni sono assimilabili alle moratorie e agli accordi di riscadenzamento precedentemente analizzati.

Il debt-to-equity swap è la conversione di passività finanziarie in capitale di rischio, attuata tipicamente in situazioni di sovraindebitamento strutturale dove l'elevato ammontare del debito impedisce la ripresa della continuità aziendale. L'operazione provoca un rafforzamento immediato dello stato patrimoniale poiché agisce in modo simmetrico sulle due componenti del capitale investito. La PFN si riduce ($\Delta PFN \downarrow$) per l'importo del debito convertito, mentre il Patrimonio Netto aumenta ($\Delta PN \uparrow$) dello stesso ammontare, riducendo il rapporto di leverage (Koller et al., 2020). Questa conversione rende il ROE più coerente con l'effettiva gestione aziendale, poiché nonostante l'aumento del denominatore (Equity) tenderebbe teoricamente a deprimere l'indicatore, l'effetto prevalente nel turnaround è l'incremento del numeratore (utile netto) derivante dalla riduzione degli oneri finanziari. In situazioni di crisi, infatti, il costo del debito (r_d) è spesso aumentato dall'incremento del premio per il rischio di default; eliminando tali passività, si stabilizza il reddito operativo, permettendo al ROE di tornare positivo e di

riflettere la reale capacità dell'azienda di remunerare i soci (Berk & DeMarzo, 2024). La manovra punta a ottimizzare il WACC, poiché altrimenti, in una fase di forte difficoltà finanziaria, il costo del debito potrebbe superare il costo del capitale proprio (r_e), rendendo la struttura finanziaria eccessivamente onerosa e inefficiente. Sostituendo il debito con l'equity, la società continua a stabilizzare il costo medio ponderato del capitale anche attraverso un miglioramento del rapporto D/E e trasforma gli interessi e le quote capitale da restituire in una remunerazione del capitale proprio, subordinata e variabile (Koller et al., 2020; Berk & DeMarzo, 2024).

Tale operazione incide direttamente sulla sostenibilità finanziaria del piano. Riducendo il debito, infatti, si eliminano i costi per interessi che altrimenti graverebbero sui flussi di cassa. In questo modo, il Free Cash Flow to Equity si avvicina al valore del flusso operativo ed evita di disperdere la liquidità necessaria al rilancio. Questo incremento della cassa disponibile per gli azionisti aumenta l'Equity Value stimato tramite il modello DCF.

Tuttavia, la determinazione dell'Equity Value in sede di swap presenta criticità quantitative elevate, poiché anche se la conversione abbatte gli oneri finanziari migliorando i flussi netti, rimane l'incertezza sulla capacità di recupero della marginalità operativa (EBITDA), che dipende solo dall'attuazione del piano industriale e non dalla semplice manovra sul passivo. Qualora l'Enterprise Value, inteso come valore attuale dei flussi operativi attesi, risulti inferiore alla PFN pre-manovra, l'Equity Value è tecnicamente nullo. Ciò denota uno stato di insolvenza patrimoniale, in cui il valore prospettico degli asset non è sufficiente a coprire il debito accumulato.

Il debt-to-equity swap diventa l'unica soluzione finanziaria in grado di aumentare il valore delle azioni. Trasformando parte del debito in capitale proprio, si riesce infatti a riportare la PFN a un livello coerente con l'Enterprise Value. Questo intervento ripristina l'equilibrio tra le fonti di finanziamento e garantisce che il valore dell'azienda sia finalmente in grado di sostenere il peso del suo indebitamento (Damodaran, 2014; Koller et al., 2020).

In questa situazione, i creditori diventano i nuovi proprietari dell'impresa e lo strumento che stabilisce quante nuove azioni spettino al creditore per ogni unità di debito convertito, è il rapporto di conversione:

$$\text{Rapporto di conversione} = \frac{\text{Valore debito convertito}}{\text{Prezzo di emissione nuove azioni}}$$

A conferma del rischio di turnaround, se il prezzo di emissione è basso il creditore otterrà una quota maggiore di Equity e un più alto valore potenziale della partecipazione laddove il risanamento verrà realizzato. Il valore di recupero del credito è dunque più legato al valore delle azioni ricevute che, grazie a una struttura finanziaria ora equilibrata e a una PFN ridotta, possono tornare ad avere un valore di mercato positivo (Damodaran, 2014).

Il prezzo delle azioni viene calcolato sul *Post-Money Equity Value*, ovvero il valore dell'azienda dopo che il debito è stato rimosso. Sebbene il metodo dei multipli sia utile come termine di paragone con le altre aziende del settore, in questa fase ci si basa quasi esclusivamente sui flussi di cassa previsti dal piano di risanamento, poiché la situazione di crisi è troppo specifica per essere confrontata con società in salute (Koller et al., 2020; Berk & DeMarzo, 2024).

Nella pratica, l'esecuzione del debt-to-equity swap può avvenire alternativamente tramite l'emissione di azioni ordinarie o attraverso l'utilizzo di Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP), disciplinati dall'art. 2346, comma 6 del Codice Civile. Sono titoli ibridi che non attribuiscono la qualifica di socio ma conferiscono diritti patrimoniali simili a quelli azionari. Essi rappresentano un impegno contrattuale della società a remunerare il creditore solo quando le condizioni finanziarie lo permetteranno, costituendo lo strumento ideale per attuare la conversione delle passività senza provocare una dispersione del controllo societario. L'efficacia di questa soluzione come alternativa alla conversione in capitale azionario si ha sotto tre elementi importanti:

1. Rafforzamento patrimoniale e stabilità della governance, poiché sotto il profilo contabile, la classificazione degli SFP segue i criteri generali dell'OIC 28 (par. 16), in cui tali strumenti vengono iscritti tra le "altre riserve" (voce AVII) del Patrimonio Netto in quanto, a seguito della rinuncia al credito, rappresentano apporti che non presentano un obbligo incondizionato di rimborso, risultando così assimilabili ai versamenti in conto capitale effettuati dai soci. In questa trasformazione del credito, il rimborso del capitale passa dall'essere un impegno obbligatorio e scadenzato a un'eventualità non più garantita, subordinata ai risultati futuri della società.

Conseguentemente, anche la loro remunerazione subisce un mutamento di natura finanziaria, non configurandosi più come un interesse passivo (costo del debito), ma come una partecipazione al rendimento dell'impresa, entrando a far parte del costo del capitale proprio (r_e). Essa viene corrisposta solo in presenza di utili o flussi di cassa disponibili, permettendo alla società di riequilibrare la struttura finanziaria senza il peso provocato dal servizio del debito. A differenza delle azioni ordinarie, tuttavia, gli SFP non attribuiscono sempre il diritto di voto nell'assemblea ordinaria, consentendo ai soci storici di mantenere la guida operativa durante la fase più delicata del turnaround (Panzani, 2022).

2. Postergazione e flessibilità del rimborso. A differenza del debito originario, gli SFP spostano il diritto del creditore, ora azionista, in fondo alla gerarchia dei pagamenti. La loro remunerazione avviene solo dopo che sono stati soddisfatti i creditori residui e la liquidazione è spesso eventuale e condizionata al raggiungimento di specifici obiettivi di performance operativa come il ROS o la generazione di un determinato FCFO (Damodaran, 2014).
3. Incentivazione tramite clausole di upside sharing. Ciò avviene per compensare il creditore che acconsente di veder congelato il proprio credito in uno strumento subordinato e senza voto. Tali clausole permettono di ottenere dei premi di rendimento o la conversione dello strumento in azioni ordinarie a prezzi prefissati nell'ipotesi di raggiungimento di determinate soglie di Enterprise Value o di EBITDA. Tale opzione rende gli interessi dei creditori più allineati al successo del risanamento, trasformandoli in soci che puntano a una ripresa dei margini industriali (Koller et al., 2020).

Mentre lo swap descrive l'operazione economica di conversione, gli SFP sono il mezzo più adatto per attuarla con l'obiettivo di stabilizzare la PFN senza compromettere la stabilità della governance.

L'insieme delle manovre di riequilibrio descritte agisce in modo tale da abbattere il costo del capitale e ricostituire la solvibilità dell'impresa. Tale stabilità finanziaria costituisce il presupposto indispensabile per l'accesso a nuove fonti di finanziamento, strumento chiave per alimentare il turnaround operativo.

3.3 La ricapitalizzazione e l'apporto di nuovi capitali di rischio

Aumenti di capitale tradizionali e limiti della ricapitalizzazione interna

L'aumento di capitale a pagamento rappresenta la forma più diretta di immissione di risorse fresche nell'azienda. In un piano di risanamento, questa manovra incrementa notevolmente l'equity, provocando il contenimento del rischio finanziario e il miglioramento della creazione di liquidità per gli investimenti necessari al rilancio industriale (Berk & DeMarzo, 2024). A livello nazionale, l'OIC 28 identifica diverse modalità di apporto, la cui scelta risulta determinante per la tempestività e l'efficacia del turnaround:

- Aumento di capitale nominale, che comporta l'emissione di nuove azioni. È l'operazione che offre il segnale di impegno da parte dei soci più forte, ma richiede tempi assembleari e notarili più lunghi.
- Versamenti in conto futuro aumento di capitale. Essi rappresentano lo strumento ideale nelle fasi di emergenza finanziaria. L'OIC 28 (par. 16) li definisce come riserve di capitale con specifico vincolo di destinazione e la loro utilità risiede nell'immediatezza, poiché i soci possono immettere cassa istantaneamente per coprire il fabbisogno di capitale senza attendere l'esecuzione formale dell'aumento.
- Rinuncia ai crediti da parte dei soci. Anche in questo caso, l'OIC 28 (par. 49) prevede che la rinuncia al diritto di restituzione di finanziamenti ai soci preesistenti trasformi una passività in una riserva di patrimonio netto.

Esistono molteplici ulteriori classificazioni, ma queste sono quelle che citiamo perché, in una fase di risanamento, la combinazione più efficace prevede proprio una manovra a due fasi, che parte dalla rinuncia ai crediti per abbattere immediatamente lo stock di debito e migliorare i ratios patrimoniali (fondamentale per il dialogo con il sistema bancario), seguita da versamenti in conto futuro aumento, per garantire la liquidità necessaria a coprire i costi operativi del piano durante la fase di negoziazione della ristrutturazione definitiva. Questa strategia permette di ridurre la Posizione Finanziaria Netta e contemporaneamente aumentare i flussi di cassa operativi, gettando le basi per l'incremento del valore dell'equity post-piano.

L'utilità di un aumento di capitale interno si realizza attraverso una combinazione di efficienza operativa e riequilibrio della struttura patrimoniale. Partendo dall'apporto di

risorse, l'aumento di capitale permette la copertura del fabbisogno di CCNO, stabilizzando il FCFO tramite la regolarizzazione dei rapporti con i fornitori; ciò riduce la dipendenza dal credito bancario a breve termine e consente di abbattere i costi di fornitura, che spesso subiscono peggioramenti dovuti alla crisi di fiducia dei partner commerciali (Damodaran, 2014). Contestualmente, la disponibilità di nuove fonti di finanziamento più idonee supporta nuovi investimenti in progetti a $VAN > 0$, capaci di incrementare l'Enterprise Value in modo più che proporzionale rispetto all'esborso sostenuto. La rilevanza strategica di tali investimenti e il loro impatto sul valore aziendale saranno analizzati nella parte successiva del capitolo attraverso l'approccio delle opzioni reali. Il rafforzamento patrimoniale avviene tramite l'equilibrio delle fonti di finanziamento, che si manifesta attraverso l'incremento del peso dell'equity (E) rispetto al debito (D). Ciò, nonostante non determini necessariamente una riduzione automatica del WACC, ne garantisce una maggiore stabilità, che deriva dalla sostituzione di quote di debito, che impongono flussi di interessi passivi obbligatori e definiti contrattualmente verso terzi, con capitale proprio, la cui remunerazione è eventuale e rimane subordinata al successo del piano.

Nonostante i benefici teorici, l'efficacia di un aumento di capitale interno si verifica solo nel momento in cui ci sia convenienza economica per l'azionista. Sulla base della teoria del debt overhang (Hennessy, 2004; Berk & DeMarzo, 2024), il socio ha incentivo a immettere nuove risorse solo se è soddisfatta la condizione:

$$Post - money Equity Value > Apporto capitale + Valore dell'Equity pre - manovra$$

In contesti di crisi, il valore dell'equity pre-manovra è spesso nullo o negativo. Se, in questi casi, i flussi futuri generati dal piano sono assorbiti dal debito pregresso non ristrutturato, l'azionista finisce per finanziare il recupero del valore dei creditori senza generare ricchezza per la propria partecipazione. Il socio perderebbe, quindi, l'interesse economico a investire poiché il profitto prodotto dal suo capitale investito verrebbe destinato agli istituti di credito, rendendo l'investimento non razionale nonostante le strategie industriali sottostanti possano essere valide.

A questo vincolo si aggiungono gli ostacoli legati all'apporto di capitale da parte dei soci, spesso insufficiente rispetto a quello necessario, e al rischio di concentrazione del portafoglio. L'immissione di ulteriori fonti di finanziamento solo in un asset già in crisi, violerebbe i principi di diversificazione e gestione prudentiale del patrimonio

(Damodaran, 2014). Questi limiti rendono spesso necessario l'intervento di investitori esterni, come i fondi di Private Equity, che, grazie alle loro ampie disponibilità di capitale e alla forte capacità di negoziare con le banche, possono imporre una riduzione del debito come condizione per il loro ingresso, fondamentale per tornare a creare valore per l'equity.

Il ruolo del Private Equity nel Turnaround

L'analisi dell'intervento dei fondi di Private Equity (PE) si inserisce a pieno titolo tra le strategie di ricapitalizzazione esterna. Sebbene tale operazione presenti una natura ibrida tra l'apporto di capitale di rischio e un'operazione di M&A, la sua accezione temporanea e la finalità di immissione di risorse fresche portano a classificarla come una forma evoluta di ricapitalizzazione esterna, volta a superare i limiti di quella interna precedentemente analizzata.

Il Private Equity è l'attività d'investimento in capitale di rischio gestita da società specializzate, comunemente denominate General Partners (GPs) nel sistema anglosassone o Asset Management Company (SGR) nel contesto europeo. Esse operano come intermediari professionali per raccogliere e impiegare capitali provenienti da investitori istituzionali e privati. Lo scopo principale è l'acquisizione di partecipazioni azionarie di controllo in società con un elevato potenziale di creazione di valore, il cui sviluppo risulta tuttavia limitato da inefficienze operative o da una struttura finanziaria insostenibile (Kaplan & Strömberg, 2009). Sebbene il termine Private faccia riferimento ad aziende non quotate, i fondi di PE intervengono frequentemente anche su società quotate in Borsa. In questi casi, il fondo acquista la totalità delle azioni circolanti per procedere al delisting (revoca dalla quotazione), trasformando l'operazione in un cosiddetto *Public-to-Private*. Questa manovra è funzionale al turnaround, poiché la gestione di una crisi richiede spesso decisioni difficili e tempi non brevi che non si adattano alla volatilità dei prezzi di borsa e alla pressione informativa tipica dei mercati regolamentati (Rosenbaum & Pearl, 2021). L'intervento del fondo è rilevante sia per l'apporto di capitale che per l'ingresso dello stesso come nuovo socio di riferimento.

Questi investitori garantiscono una gestione finanziaria rigorosa e una chiarezza strategica essenziali per orientare ogni operazione verso la creazione di valore per gli azionisti (Metrick & Yasuda, 2021). L'operazione ha carattere temporaneo e mira a risanare la società per riposizionarla sul mercato con una capacità di produrre flussi di

cassa sostenibili. Per risanare l'azienda e renderla nuovamente competitiva sul mercato, il fondo di Private Equity agisce attraverso tre fasi principali. Ognuna di esse mira non solo a salvare la società, ma a ricostruirne il valore agendo su tre leve: strategica, finanziaria e operativa.

Fase 1: Sourcing, Entry e Financial Engineering

Il percorso d'intervento ha inizio con le fasi di Sourcing ed Entry, un processo strutturato volto a individuare società che, pur in stato di declino, presentano un potenziale di generazione di cassa inespresso o asset strategici sottovalutati. L'attività di Sourcing può avvenire attraverso canali diretti (proactive sourcing), in cui il fondo monitora settori specifici alla ricerca di aziende con fondamentali solidi ma colpite da shock finanziari, o tramite intermediari specializzati come banche d'affari e consulenti di ristrutturazione (intermediated channels). In caso di turnaround, la selezione si focalizza su target che soffrono di crisi di liquidità o di governance, ma che mantengono un vantaggio competitivo nel loro mercato di riferimento (Metrick & Yasuda, 2021). L'identificazione del valore potenziale avviene integrando l'analisi dei fondamentali con gli strumenti di posizionamento analizzati nel Capitolo 2. Attraverso l'utilizzo delle Value Maps, il fondo è in grado di quantificare se la società risulta sottovalutata dal mercato, poiché ad esempio, se la target presenta un determinato livello di redditività del capitale (ROI) ma il suo valore di mercato (o il valore richiesto dalla proprietà) implica un multiplo EV/CIN significativamente inferiore rispetto alla retta di regressione del settore, essa viene considerata sottovalutata. In questo caso, il fondo stima l'Enterprise Value sulla base dei flussi di cassa previsti dal piano di risanamento. Se l'azienda si colloca effettivamente al di sotto della retta rispetto ai propri peer, si rileva un'opportunità di arbitraggio che permette di acquisire l'asset a un valore contenuto per poi riposizionarlo verso i multipli medi di settore a turnaround concluso. Tale scostamento costituisce per il fondo il punto di partenza per il futuro capital gain.

In questa fase, il fondo valuta se la posizione sotto la retta si causata da **crisi di liquidità**, dove una gestione inadeguata del capitale circolante o una struttura del passivo squilibrata limitano l'operatività anche in presenza margini industriali positivi, o **crisi di governance**, rilevata quando si hanno conflitti tra i soci, che impediscono l'avvio di nuovi progetti industriali (Metrick & Yasuda, 2021). In queste situazioni, la proprietà non è più in grado di effettuare investimenti a VAN positivo, lasciando che l'azienda subisca

un declino nonostante le potenzialità del mercato. L'intervento del fondo serve quindi a sbloccare questo stallo, sostituendo una proprietà incapace di intervenire con una guida orientata esclusivamente alla redditività (Kaplan & Strömberg, 2009).

Una volta individuata la target, il fondo avvia una Financial Due Diligence volta a confermare la capacità di risanamento dell'impresa e a determinarne il reale valore intrinseco. Come approfondito nel Capitolo 2, questa analisi si focalizza sulla determinazione dell'EBITDA Adjusted e sull'analisi della PFN Adjusted, che deve includere passività potenziali o debiti scaduti. Viene inoltre definito il livello di CCNO obiettivo. Sulla base di questi parametri normalizzati, il fondo procede alla valutazione societaria con i DCF e con i metodi di valutazione relativa basati sui multipli di settore. Solo se l'analisi conferma che il valore potenziale attualizzato è superiore al prezzo di acquisto, il fondo procede all'acquisizione del controllo di maggioranza. Come sottolineato da Kaplan & Strömberg (2009), l'acquisizione della maggioranza è la condizione necessaria per imporre una discontinuità gestionale, intesa non come una destabilizzazione dell'impresa, bensì come l'abbandono delle politiche amministrative e organizzative che hanno condotto la società allo stato di crisi. Essa si realizza sostituendo il management o affiancandolo con professionisti specializzati in situazioni di stress finanziario (Turnaround Managers). Questo cambiamento nella leadership consente di risolvere il conflitto di interessi spesso presente nelle vecchie proprietà. Il nuovo management, non essendo legato affettivamente o storicamente alle decisioni precedenti, agisce basandosi solamente sui dati e sull'efficienza (Rosenbaum & Pearl; 2021). Ogni risorsa aziendale viene dunque utilizzata per svolgere attività capaci di generare un rendimento superiore al costo del capitale.

Una volta acquisito il controllo, il fondo avvia la fase di Financial Engineering. In un contesto di turnaround, questa manovra non si limita all'applicazione delle tecniche di riequilibrio analizzate nel paragrafo 3.2, ma le integra spesso all'interno di un'operazione di Leveraged Buyout (LBO). La scelta dello strumento dipende dalla struttura delle passività. Il fondo potrebbe decidere di procedere con una ristrutturazione ordinaria del debito applicando ad esempio moratoria e stralcio descritti nel paragrafo precedente; tuttavia, qualora la target presenti un numero elevato di creditori e un debito estremamente frammentato, la tecnica del LBO risulta preferibile per semplificare la gestione del passivo (Metrick & Yasuda, 2021). In questa sede, il LBO agisce infatti come uno strumento di sostituzione del passivo, tramite il quale il fondo

utilizza la leva finanziaria per contrarre nuovi finanziamenti, per mezzo di una società veicolo (NewCo), finalizzati a rimborsare integralmente i vecchi creditori, centralizzando il debito sotto un'unica struttura coerente con il piano di rilancio.

Come si vedrà nel dettaglio nel paragrafo 3.4, dove l'operazione di LBO verrà analizzata isolatamente anche in ottica di integrazione industriale permanente, il meccanismo si completa solitamente attraverso la fusione per incorporazione tra la NewCo e la società operativa (Merger LBO o MLBO). Questo trasferimento del debito nel bilancio della target è fondamentale, poiché serve per estinguere quello preesistente e sostituirlo con una nuova struttura a medio-lungo termine, garantita dagli asset aziendali ma progettata in funzione della capacità di generazione di cassa prospettica (Rosenbaum & Pearl, 2021). Le diverse forme e modalità di integrazione per incorporazione verranno approfondite nelle sezioni successive della trattazione.

La Fase 1 appena esaminata trasforma la target da un soggetto insolvente a un asset finanziariamente stabilizzato, avendo ora l'equilibrio necessario per affrontare la Fase 2, dedicata alla trasformazione industriale e operativa.

Fase 2: Operational Engineering e trasformazione industriale

Una volta che il fondo ha stabilizzato la struttura finanziaria e impostato i nuovi sistemi di governance durante la Fase 1, l'intervento viene gestito attivamente attraverso l'Operational Engineering. Questa fase rappresenta l'applicazione pratica delle competenze settoriali del fondo, che non si limita più a un ruolo prettamente finanziario, ma agisce come un vero e proprio operatore industriale (Kaplan & Strömberg, 2009). L'obiettivo è la massimizzazione strutturale dell'Enterprise Value, agendo su elementi che integrano e potenziano le manovre analizzate nel paragrafo 3.1:

- Implementazione di sistemi di reporting e controllo analitico. Il fondo sostituisce spesso sistemi informativi obsoleti con infrastrutture avanzate. Questo permette un monitoraggio costante dei KPI operativi e consente alla target di agire in modo previsionale. La trasparenza dei dati permette al management di identificare in modo tempestivo le linee di prodotto a bassa marginalità e di intervenire prima che le inefficienze intacchino i flussi di cassa.
- Revisione strategica del pricing e del portafoglio prodotti. Oltre al cost cutting, l'ingegneria operativa interviene sulla dinamica dei ricavi. Nelle imprese in crisi, la

continua necessità di liquidità porta spesso ad accettare contratti non profittevoli pur di generare cassa immediata. Il nuovo management ridefinisce il portafoglio clienti al fine di aumentare il fatturato rispetto al costo del venduto considerato idoneo per gli esercizi successivi. Lo scopo è far sì che ogni unità di prodotto venduta contribuisca a coprire i costi fissi e generare cassa.

- Ripresa del Capex e investimenti a VAN > 0. Una volta superato l'ostacolo del debt overhang nella Fase 1, il fondo dà il via al piano di investimento necessario al rilancio. Si tratta di un insieme di progetti scelti per la loro capacità di realizzare un rendimento maggiore rispetto al costo del capitale impiegato. Sebbene la logica tecnica di tali investimenti sarà approfondita nel paragrafo 3.4, in questa sede essi rappresentano il motore della crescita indispensabile per ricostruire il vantaggio competitivo della società.
- Supporto operativo dei "Value Creation Teams". Kaplan e Strömberg spiegano come i fondi moderni affianchino al management della target dei team interni di esperti operativi (spesso ex consulenti strategici o manager di settore). Questo supporto non è solo di indirizzo, ma si traduce in interventi diretti per ottimizzare la supply chain, migliorare l'efficacia del personale di vendita o standardizzare i processi produttivi, trasferendo best practices internazionali all'interno di una realtà precedentemente in declino.

L'Operational Engineering agisce dunque come il ponte che trasforma il risanamento finanziario in valore industriale. Puntando sempre a migliorare l'attività operativa e impiegare competenze tecniche superiori, il fondo assicura che l'incremento dell'EBITDA non sia un evento momentaneo legato a tagli una tantum, ma il risultato di una nuova e più efficiente configurazione aziendale. Tale solidità operativa costituisce la condizione necessaria per affrontare con successo la Fase 3 di Exit e Way-out, dove il valore creato verrà infine monetizzato sul mercato.

Fase 3: Way-out e l'impatto sulla continuità aziendale

La fase di Way-out rappresenta il momento in cui il fondo di Private Equity disinveste la propria partecipazione per monetizzare il valore creato. Sebbene l'obiettivo del fondo sia la massimizzazione del capital gain, la performance dell'operazione viene misurata attraverso due indicatori chiave: il **TIR** (Tasso Interno di Rendimento) e il **MOIC** (Multiple of Invested Capital).

Il TIR rappresenta il tasso di attualizzazione che rende nullo il Valore Attuale Netto dei flussi di cassa associati all'investimento. Matematicamente, esso è il valore r che risolve l'equazione:

$$0 = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+r)^t}$$

Dove:

- I_0 = Investimento iniziale (al tempo 0);
- r = TIR.

Sotto il profilo decisionale, l'operazione è considerata conveniente quando $TIR > WACC$. In questa sede, però, il WACC non va inteso solo come il costo del capitale della società target, ma principalmente come il rendimento minimo richiesto dagli investitori del fondo, che riflette il costo opportunità di impiegare il capitale in progetti alternativi con simile profilo di rischio (Rosenbaum & Pearl, 2021). Se il TIR non raggiunge questo obiettivo, il fondo non è riuscito a creare valore. In questo caso, il rendimento ottenuto è inferiore a quanto gli investitori avrebbero potuto realizzare da altre opportunità a parità di rischio.

Oltre al TIR, i fondi utilizzano il MOIC, calcolato nel seguente modo:

$$MOIC = \frac{\sum_{t=1}^n FCFO_t}{I_0}$$

L'indicatore misura quante volte il capitale investito viene restituito senza considerare l'effetto dell'attualizzazione. Sebbene sia meno preciso dell'Indice di Redditività (IR), il criterio del $MOIC > 1$ resta lo standard preferito dai fondi per la sua semplicità e per la facilità con cui permette di comunicare i risultati raggiunti (Metrick & Yasuda, 2021).

$$IR = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t}}{I_0}$$

Nonostante l'IR si basi su valori attualizzati dei flussi futuri e abbia lo stesso criterio decisionale ($IR > 1$), il MOIC non risente delle assunzioni soggettive sui tassi di attualizzazione.

I due metodi (TIR e MOIC) possono fornire indicazioni contrastanti in situazioni di turnaround. Un risanamento non immediato può generare un MOIC elevato ma un TIR contenuto a causa della durata ampia dell'investimento e viceversa. In caso di divergenza, per valutare la reale efficacia del turnaround, il TIR rimane il criterio prevalente, poiché esso garantisce che l'operazione stia remunerando il capitale in modo coerente con il fattore tempo e con il costo opportunità (WACC) degli investitori.

Le strategie di uscita e il relativo impatto sulla società target dipendono dalla combinazione tra i rendimenti ottenuti e le prospettive di crescita successive della società. Esse non segnano solo la conclusione dell'investimento per il fondo, ma definiscono il nuovo assetto proprietario, finanziario e operativo della target per il suo ciclo di vita da quel momento in poi. Nello specifico, le principali opzioni di exit sono:

- Trade Sale (Vendita industriale). Questa modalità prevede la cessione della partecipazione a un acquirente strategico, attivo nel medesimo settore o in mercati affini. Per la target, tale operazione implica solitamente l'integrazione in una realtà industriale più vasta e favorisce il sorgere di sinergie operative e l'accesso a nuove risorse, seppur a discapito di una ridotta autonomia decisionale (Metrick & Yasuda, 2021). Ciò si verifica solitamente quando la target ha completato il risanamento operativo e possiede tecnologie, quote di mercato o canali distributivi che hanno un valore maggiore se inseriti in una struttura industriale già consolidata. È in questi casi che l'acquirente strategico è disposto a pagare un prezzo maggiore rispetto a un investitore finanziario, poiché stima di sfruttare le sinergie derivanti dalla fusione delle attività.
- Initial Public Offering (IPO). La quotazione in borsa è il miglior modo per mantenere la società indipendente e agisce come una certificazione del successo del risanamento, poiché impone alla target livelli elevati di governance e trasparenza (Kaplan & Strömberg, 2009). Ciò rappresenta il passaggio allo status di public company per l'impresa, fornendole uno strumento permanente per la raccolta di capitali sul mercato necessari ai futuri cicli di investimento. Questa casistica si concretizza quando la target presenta un EBITDA allineato o superiore ai peer di settore quotati e una struttura del capitale che, a seguito del calo del leverage operato nel turnaround, permette di sostenere i costi di compliance e informativa richiesti dai mercati regolamentati. Il ricorso alla quotazione dipende molto dalle

condizioni di mercato e dal sentiment degli investitori, poiché la propensione a quotarsi aumenta nei periodi in cui i mercati azionari sono caratterizzati da bassa volatilità e multipli di settore elevati, permettendo alla società di ottenere valutazioni ottimali e di ridurre l'incertezza legata al prezzo di collocamento (Lowry, Michaely & Volkova, 2017).

- Secondary Buyout. Il passaggio della società a un altro fondo di Private Equity conferma l'appetibilità dell'asset, ma può sottoporre la target a nuovi cicli di indebitamento (Kaplan & Strömberg, 2009). L'impatto sulla società è duplice, poiché se da un lato garantisce la continuazione di una gestione controllata, dall'altro può comportare un ulteriore rinvio della riduzione del debito, limitando ancora una volta i flussi di cassa operativi destinati al rimborso delle passività finanziarie piuttosto che agli investimenti core. Questa casistica si manifesta tipicamente quando il fondo venditore ha concluso la fase di risanamento iniziale. Giunto alla scadenza del proprio orizzonte di investimento, cede la società a un nuovo operatore che dispone delle risorse e del tempo necessari per avviare una seconda fase di sviluppo.

A questo punto la target è già operativa e stabile, ma necessita di un ulteriore partner finanziario per attuare strategie di crescita più complesse, come l'espansione in nuovi mercati geografici o l'aggregazione di società concorrenti. Così facendo, beneficerebbe di un costo del debito potenzialmente più favorevole grazie al miglioramento del merito creditizio ottenuto con il primo turnaround (DeGeorge et al., 2016).

- Buyback e Management Buyout (MBO). Queste due opzioni si distinguono per la natura del soggetto che acquisisce le quote dal fondo. Il Buyback consiste nel riacquisto della società da parte della proprietà originaria (i soci precedenti all'ingresso del fondo). Questa situazione è spesso rischiosa, poiché il ritorno dei vecchi azionisti può far sì che si ripresentino le stesse lacune gestionali o patrimoniali che avevano causato il dissesto. Al contrario, il Management Buyout (MBO) vede il management team del processo di risanamento acquisire il controllo della società con il supporto di partner finanziari (Rosenbaum & Pearl, 2021). A differenza di una Trade Sale, in cui la target viene assorbita da un concorrente, l'MBO ne mantiene autonoma l'identità operativa. Questa opzione di exit si ha quando il turnaround ha riportato i flussi di cassa disponibili per tutti i finanziatori (FCFF) a

un livello tale da garantire non solo la copertura degli oneri finanziari e il rimborso delle quote capitali del debito di acquisizione, ma anche la generazione di un flusso di cassa residuo per gli azionisti (FCFE) positivo. La conseguenza è la nascita di una nuova proprietà che, possedendo una conoscenza profonda del business e non avendo l'esigenza di smobilizzare l'investimento in tempi brevi, può puntare su una crescita stabile rispetto alla massimizzazione del valore per investitori esterni (Wright et al., 2018).

In sintesi, la Way-out conclude il ciclo di gestione attiva del fondo. Indipendentemente dalla strada scelta, l'impatto finale sulla società target deve essere la consegna al mercato di un'entità rinnovata, finanziariamente stabilizzata e dotata di sistemi di controllo e processi industriali capaci di garantire la sostenibilità della continuità aziendale nel lungo periodo.

Emissione di obbligazioni convertibili e strumenti ibridi di capitalizzazione

Mentre le operazioni di debt-to-equity swap hanno una funzione di riequilibrio del passivo pregresso, l'emissione di titoli ibridi risponde alla necessità di attrarre nuova liquidità esterna quando l'accesso al credito ordinario è precluso. Si parte dalle obbligazioni convertibili, che sono definite come strumenti finanziari complessi che incorporano un'opzione di acquisto (call) a favore del sottoscrittore, garantendo la facoltà di trasformare il credito in un numero predeterminato di azioni ordinarie dell'emittente (Gilson, 2010).

Tali strumenti sono regolamentati dal principio contabile internazionale IAS 32, che prevede l'approccio dello split accounting. Questa regola richiede quindi la separazione tra la passività finanziaria del debito sottostante e la componente di capitale legata all'opzione di conversione. La quota di debito si calcola attualizzando i flussi futuri al tasso che verrebbe applicato a un titolo analogo non convertibile. La differenza confluisce invece in una riserva di patrimonio netto (IFRS Foundation, 2023). Questo trattamento agevola il rilancio aziendale, poiché l'iscrizione dell'opzione aumenta da subito i mezzi propri. In questo modo, la società mostra una maggiore solidità ai creditori ancor prima che le nuove azioni vengano effettivamente emesse.

Il rendimento di questi titoli è inoltre solitamente inferiore rispetto a quello delle obbligazioni ordinarie. L'investitore accetta infatti flussi correnti inferiori in cambio del diritto di convertire il debito in azioni.

Tali strumenti si rivelano quindi un mezzo efficace per riequilibrare la struttura finanziaria e patrimoniale della società in crisi.

La riduzione immediata degli interessi passivi permette di salvaguardare i flussi di cassa operativi necessari al rilancio, mentre l'opzione di conversione allinea le aspettative dei nuovi finanziatori a quelle degli azionisti (Metrick & Yasuda, 2021). Esiste però il rischio che se il prezzo delle azioni fosse molto basso, investitori speculativi potrebbero esercitare l'opzione per ottenere il controllo della società a costi ridotti. Questo provocherebbe una perdita di rilievo dei soci storici (diluizione) e potrebbe creare instabilità nella gestione proprio durante la fase di rilancio.

Oltre alle obbligazioni convertibili, la letteratura finanziaria e i principali studi in materia di finanza strutturata (Gilson, 2010; Wright et al., 2018; Metrick & Yasuda, 2021) evidenziano l'importanza di ulteriori strumenti ibridi di capitalizzazione, essenziali per il reperimento di risorse durante il risanamento:

- Finanziamenti Payment-in-Kind (PIK). Sono forme di debito strutturato che consentono alla società di non pagare gli interessi tramite cassa man mano che maturano; questi vengono invece sommati progressivamente al capitale dovuto e rimborsati in un'unica soluzione soltanto alla scadenza finale del prestito. Sotto il profilo contabile, in conformità all'IFRS 9, tali interessi vengono rilevati per competenza a Conto Economico secondo il criterio del costo ammortizzato già esaminato per la determinazione della PFN (IFRS Foundation, 2014). Questo metodo prevede che il valore contabile del debito venga incrementato applicando il Tasso di Interesse Effettivo (TIE). L'onere finanziario matura quindi per competenza in ogni esercizio senza comportare immediate uscite di cassa e riflette la crescita graduale del debito nello Stato Patrimoniale. L'efficacia del PIK consiste nella sua capacità di differire l'esborso monetario. Il FCFF viene interamente riservato a capitale circolante e investimenti urgenti, mentre il debito verrà ripagato solo in seguito, una volta ricostituita la normale marginalità aziendale.
- Azioni privilegiate riscattabili. Si tratta di strumenti che uniscono le caratteristiche delle azioni a clausole di rimborso tipiche dei prestiti. Lo IAS 32 le classifica come passività finanziarie se l'emittente ha l'obbligo incondizionato di effettuarne il riscatto (IFRS Foundation, 2023). Il loro valore aggiunto consiste nella flessibilità della remunerazione. Infatti, diversamente dagli oneri finanziari bancari, il

pagamento del dividendo può essere subordinato non solo alla presenza di utili, ma anche al superamento di specifici test di liquidità, impedendo che il costo del capitale ibrido provochi nuove tensioni finanziarie durante la fase di rilancio.

- Prestiti subordinati con warrant. Questi strumenti offrono al creditore un rendimento fisso e gli concedono il diritto di acquistare azioni a un prezzo prefissato. La differenza chiave rispetto alle obbligazioni convertibili sta nella separabilità dei due titoli. Se nelle prime il credito si estingue per pagare le azioni, nel prestito con warrant l'esercizio dell'opzione richiede un versamento di nuova liquidità. Il debito originario resta quindi in essere fino alla scadenza e garantisce all'azienda la disponibilità delle risorse nel lungo periodo. L'esercizio del warrant si traduce così in un secondo apporto di capitale che rafforza il patrimonio e riduce la leva finanziaria, senza azzerare il finanziamento iniziale.

Questo insieme di manovre delinea una strategia che punta al reperimento di liquidità e a ristrutturare a fondo l'assetto finanziario della società in crisi. La capacità di stabilizzare il credito e investire nel capitale permette di superare le barriere all'ingresso per nuovi investitori, offrendo rendimenti potenziali coerenti con l'elevato rischio di risanamento senza annullare l'impresa con oneri monetari immediati. Rispetto agli strumenti di debito ordinario, che spesso risultano del tutto inaccessibili a causa del basso rating dell'emittente o dell'assenza di garanzie reali (collateral), i titoli ibridi offrono una flessibilità negoziale che permette di valutare correttamente l'incertezza tramite l'inserimento di equity kickers (Gilson, 2010; Metrick & Yasuda, 2021), ovvero clausole o strumenti (come i warrant o i diritti di conversione) che offrono al finanziatore la possibilità di ottenere una quota del capitale azionario a condizioni vantaggiose in futuro. L'equity kicker permette di compensare l'elevato rischio di credito con il potenziale incremento del valore aziendale generato dal successo del turnaround, favorendo l'investimento in capitale di rischio. L'applicazione di tali strumenti in contesti di risanamento presenta tuttavia complessità, quali contratti sofisticati e costi di strutturazione elevati, che li rendono spesso inaccessibili alle piccole e medie imprese non aventi accesso diretto ai mercati dei capitali (Wright et al., 2018). Inoltre, l'elevata diluizione potenziale e la natura subordinata di questi crediti possono innescare conflitti di interesse tra le diverse classi di creditori e i soci storici, rischiando di rallentare l'attuazione dei piani di risanamento. Infine, laddove applicabile, l'impiego strategico di

tali strumenti stabilizza il bilancio, abbatte il costo medio ponderato del capitale e garantisce il tempo necessario affinché gli interventi industriali del turnaround possano trasformarsi in flussi di cassa stabili e sostenibili nel lungo periodo (Koller et al., 2020).

3.4 Operazioni straordinarie di integrazione e finanza strutturata

M&A nel Turnaround: integrazioni industriali e sfruttamento delle sinergie

Il completamento della ristrutturazione finanziaria rappresenta la condizione necessaria, ma non sufficiente, per garantire la sopravvivenza di lungo periodo di un'impresa in crisi. Per ristabilire una continuità aziendale duratura, è spesso indispensabile ricorrere a operazioni straordinarie che permettano di modificare il perimetro societario e operativo. Queste manovre di integrazione possono essere esaminate sia sotto il profilo industriale, sia da un punto di vista giuridico e strutturale (Gaughan, 2017). Nel primo caso, le operazioni orizzontali uniscono aziende concorrenti per aumentarne la quota di mercato e sfruttare le economie di scala. Quelle verticali invece servono a controllare la catena del valore sia a monte che a valle. A queste si aggiungono le conglomerati che puntano a diversificare il rischio entrando in settori non correlati. Dal punto di vista giuridico e strutturale, tali operazioni si realizzano attraverso la fusione per incorporazione, in cui l'acquirente assorbe la target, la fusione per unione, che determina la nascita di una nuova entità, o l'acquisto delle azioni, che consente alla società target di mantenere la propria identità giuridica come controllata dal nuovo azionista.

Queste operazioni note come **fusioni e acquisizioni (M&A)** richiedono l'esecuzione di un processo strutturato (*deal*) che punta a minimizzare i rischi di esecuzione della transazione e a confermare le ipotesi di risanamento. Il processo si sviluppa attraverso fasi distinte, ciascuna con specifiche finalità strategiche (KPMG, 2025):

1. Il Targeting è il processo di selezione della società oggetto dell'acquisizione. I criteri di scelta non sono casuali ma mirano a risolvere le lacune della società in crisi, analizzando variabili quali la dimensione, la marginalità operativa (EBITDA), il modello di business e la presenza di un brand riconoscibile che possa accelerare il rilancio commerciale.
2. Nei contatti preliminari, la target viene presentata tramite il teaser, un documento sintetico che ne delinea il profilo operativo e finanziario senza svelarne il nome. Solo

dopo aver siglato un accordo di riservatezza o Non-Disclosure Agreement, le parti possono avere accesso a dati sensibili e impegnarsi legalmente a non diffonderli.

3. La Non-Binding Offer (NBO) definisce la struttura iniziale del deal e serve per guidare lo sviluppo delle trattative. Il documento sintetizza i principali aspetti della transazione senza obbligare le parti a concludere un accordo formale.
4. La lettera di intenti (LOI) stabilisce i termini fondamentali dell'accordo e impegna a dare inizio alla fase investigativa. Questo documento assicura in genere un periodo di esclusiva all'acquirente e vieta al venditore di intraprendere altri negoziati durante il periodo di analisi.
5. La Due Diligence è l'attività di investigazione volta a mappare criticità e peculiarità della target. Si richiama in questa sede la Financial Due Diligence già analizzata nel Capitolo 2 (Par. 2.2) per la determinazione dell'EBITDA e della PFN Adjusted, nonostante è noto come l'attività investigativa copra una moltitudine di aree aziendali più complessa della semplice FDD.
6. La negoziiazione è la fase in cui le risultanze della Due Diligence vengono utilizzate per negoziare con la controparte. Se l'analisi investigativa ha fatto emergere rischi o inefficienze non previste, queste vengono utilizzate per rettificare il prezzo finale della compravendita o per inserire specifiche garanzie contrattuali.
7. Nel signing si ha la firma del contratto definitivo (comunemente denominato *Sale and Purchase Agreement* - SPA), il quale contiene il prezzo, tutte le clausole relative alla transazione, gli assetti societari e le garanzie prestate. In questa sede viene spesso definito il meccanismo dell'*earn-out*, che consiste nel pagamento differito di una certa parte del prezzo di acquisto della target, subordinato al raggiungimento di prefissati obiettivi di performance economica o finanziaria, quali il conseguimento di un determinato livello di EBITDA o di flussi di cassa operativi (Gaughan, 2017). L'*earn-out* è uno strumento di fondamentale importanza poiché permette di gestire l'elevata incertezza tipica di un processo di risanamento. L'acquirente non utilizza immediatamente liquidità per pagare un valore ancora potenziale e il venditore può ottenere un prezzo più elevato qualora il piano di risanamento si dimostri efficace nel tempo, facendo sì che il corrispettivo finale sia coerente con il valore post-acquisizione.

8. Nel financing viene definita e finalizzata la struttura finanziaria necessaria ad affrontare la spesa per l'acquisizione. La scelta del funding mix è cruciale nel turnaround e può prevedere l'apporto di capitale proprio da parte dei soci (Equity), fondamentale per non appesantire ulteriormente il bilancio, o il ricorso al capitale di terzi (Debito). Come analizzato nei paragrafi precedenti, si ricorre spesso a forme di finanza strutturata o strumenti ibridi che permettano di supportare l'operazione senza far sorgere oneri finanziari insostenibili per la società in fase di rilancio.
9. Il closing costituisce la fase conclusiva del processo di acquisizione, in cui si realizzano il trasferimento effettivo delle quote e il contestuale pagamento del prezzo pattuito. L'operazione determina il passaggio effettivo della governance aziendale all'acquirente. Si conclude così l'attività negoziale e ha inizio il processo di integrazione con lo scopo di realizzare le sinergie stimate.

Il processo sopra descritto rappresenta la prassi per le operazioni di mercato. Tuttavia, tali fasi subiscono mutamenti nel momento in cui l'integrazione sia volta al turnaround di società in stato di crisi o insolvenza (distressed M&A). In queste circostanze, l'esecuzione del deal differisce principalmente per la riduzione dei tempi e per la necessità di tutele legali specifiche sulla destinazione del capitale. Nello specifico, le fasi di Due Diligence e negoziazione subiscono un'accelerazione provocata dalla necessità di intervenire prima dell'esaurimento della liquidità operativa, evento che renderebbe irreversibile il dissesto. I venditori sono spesso costretti a cessioni rapide definite *fire sales*, le quali avvengono frequentemente a prezzi inferiori al valore fondamentale a causa della pressione finanziaria e dell'urgenza di ristrutturare (Meier & Servaes, 2014).

Sotto il profilo della stabilità della negoziazione, assume particolare rilevanza l'applicazione del *Safe Harbor*, finalizzato a garantire una protezione legale o l'irrevocabilità di determinate operazioni, riducendo al minimo l'esposizione a controversie derivanti da asimmetrie informative o pretese pregresse (Rose, 2023). In questo modo il capitale immesso resta vincolato al rilancio industriale e garantisce la stabilità necessaria per attuare il piano di turnaround.

Dopo aver analizzato le fasi del deal, ci si concentra sulla valutazione dell'operazione. L'obiettivo è stimare il prezzo che l'acquirente pagherà per la società e definire il valore complessivo della nuova entità che nascerà dall'unione. Il corrispettivo pagato

effettivamente ai soci venditori è il valore dell'Equity, poiché il debito finanziario resta formalmente a carico della società target. L'acquirente deve procedere al risanamento di tale debito per garantire la continuità aziendale. Il prezzo delle azioni si ottiene partendo dall'Enterprise Value al netto della PFN Adjusted. In un turnaround, la determinazione di questa grandezza durante la Due Diligence (KPMG, 2025) rappresenta il passaggio più critico, poiché la posizione finanziaria netta non può limitarsi al solo debito bancario, ma deve includere tutte le componenti debitorie scadute e non ancora regolarizzate, come i debiti tributari, i contributi previdenziali e lo scaduto verso i fornitori accumulato durante il dissesto. Sottrarre queste componenti dall'Enterprise Value significa tener conto del valore dei debiti nel prezzo d'acquisto.

Nei contesti di crisi, il metodo dei multipli di mercato è poco affidabile. Il dissesto aziendale, infatti, rende spesso l'EBITDA della target negativo o distorto e compromette la base del calcolo. Di conseguenza, la valutazione tende a privilegiare l'analisi dei flussi di cassa futuri previsti dal piano di rilancio attraverso il metodo dei DCF, applicando tassi di sconto più elevati per riflettere l'incertezza e il rischio operativo legati alla riuscita del turnaround (Massari et al., 2016).

Una volta definito il prezzo per l'Equity, è necessario stimare il valore che l'entità combinata sarà in grado di generare a seguito dell'operazione, che si ottiene partendo dal valore della società acquirente e sommandovi il valore dell'azienda target, a cui va aggiunto l'effetto delle sinergie previste (Koller et al., 2020). L'obiettivo dell'operazione è far sì che il nuovo organismo valga più della somma delle sue parti. Il valore della target viene considerato in un'ottica stand-alone, ovvero basandosi sulla sua capacità di generare flussi di cassa in modo indipendente attraverso il piano di risanamento e a ciò si aggiunge il valore delle sinergie, ovvero quel beneficio economico extra che nasce solo grazie all'unione delle due strutture. Le sinergie rappresentano i flussi di cassa aggiuntivi prodotti da risparmi sui costi o incremento dei ricavi che le due società non potrebbero ottenere operando separatamente. In un turnaround, la sinergia è spesso la vera ragione strategica dell'acquisto; infatti, l'acquirente accetta di farsi carico di una società in crisi perché ritiene che, una volta integrata, questa possa generare un valore superiore a quello necessario per risanarla (Gaughan, 2017).

Per comprendere come questo valore si rifletta nella valutazione, è necessario distinguere le diverse tipologie di sinergie in base al modo in cui impattano sulla gestione (Koller et al., 2020; Guatri & Bini, 2021; Brealey et al., 2023):

- Sinergie generiche. Qualunque operatore di mercato potrebbe ottenere questi vantaggi dopo l'acquisizione della target. Consistono solitamente in economie di scala o in una gestione più efficiente della logistica e degli uffici amministrativi. Dato che questi benefici sono accessibili a diversi concorrenti, essi finiscono per fissare il valore di mercato base dell'operazione.
- Sinergie specifiche. Nascono dalla combinazione esclusiva di asset o competenze tra due particolari partner, ad esempio, l'unione tra un brevetto della target e la rete distributiva dell'acquirente. Queste hanno un impatto determinante nella negoziazione, poiché costituiscono il valore differenziale che solo quel determinato acquirente è in grado di ottenere, giustificando spesso un prezzo più elevato rispetto alla media dei concorrenti.
- Sinergie endemiche. Sono benefici strettamente legati al settore di appartenenza e alla struttura industriale delle imprese coinvolte. Un esempio classico è dato dall'integrazione verticale, in cui l'acquirente può decidere di smantellare un intero reparto della società acquisita poiché la stessa funzione è già presente e più efficiente nella propria struttura. In questo caso, il risparmio sui costi fissi e l'eliminazione delle duplicazioni operative generano un beneficio diretto che si riflette sulla redditività dell'azienda, aumentando il valore intrinseco di ogni singola quota a favore di tutti i soci.
- Benefici privati del controllo. Rappresentano vantaggi che l'acquirente di maggioranza è in grado di trattenere esclusivamente per sé. In merito al loro impatto sui flussi, si distinguono i benefici *senza impatto sui flussi stand-alone comuni* da quelli *con impatto sui flussi*. Nel primo caso, non si modifica la capacità della target di generare cassa e si accresce il valore della partecipazione per l'azionista di controllo.

Questo effetto deriva dal potere di gestione. La capogruppo può così orientare i piani della società secondo i propri interessi e ottenere più forza contrattuale con fornitori e banche. In questo scenario, seppure con la stessa redditività, chi ha la maggioranza ottiene sinergie operative e utilità indirette escluse ai soci di minoranza.

Nel caso dell'impatto sui flussi, l'operazione genera liquidità che l'azionista di controllo trattiene anziché distribuirla proporzionalmente. Questo meccanismo si realizza di solito con il transfer pricing, ad esempio tramite prezzi di favore negli scambi tra società del gruppo oppure con l'addebito alla target di costi di gestione e consulenze a favore della holding. In questi casi, l'operazione crea valore reale, ma la controllante lo trattiene interamente per sé.

Il valore dell'integrazione è espresso dalla seguente formula (Brealey et al., 2023):

$$w_i = w_{sa} + w_s$$

Dove:

- w_i è il valore dell'operazione di integrazione;
- w_{sa} è il valore della target come entità indipendente (stand-alone);
- w_s rappresenta il valore attuale dei benefici incrementali generati dall'integrazione (sinergie).

Partendo dalla relazione fondamentale sopra esposta, è possibile approfondire come il valore dell'integrazione (w_i) venga influenzato dalla distribuzione delle sinergie e dei benefici tra i diversi attori coinvolti. Questa analisi permette di distinguere tra i benefici che creano valore per la generalità dei soci e quelli che rimangono un'esclusiva dell'acquirente di controllo (Guatri & Bini, 2021; Brealey et al., 2023):

$$w_i = (w_{sa} + w_s - w_{PB}) \times \alpha + w_{PB} + w'_{PB}$$

Dove:

- α : quota di capitale acquisita (pacchetto di controllo).
- w'_{PB} : benefici privati senza effetto sui flussi stand-alone (come il potere di direzione strategica).
- w_{PB} : benefici privati con effetto sui flussi stand-alone (utilità economiche reali ma non condivise).

All'interno di questa espressione, la componente $(w_{sa} + w_s - w_{PB})$ identifica i benefici divisibili, ovvero la quota di valore totale ripartita proporzionalmente alla partecipazione α . La differenza $(w_s - w_{PB})$ definisce propriamente le sinergie divisibili (w_{DIV}), ossia i benefici incrementali che, impattando sui flussi comuni, vanno a vantaggio di tutti gli azionisti. Al contrario, la somma $w_{PB} + w'_{PB}$ rappresenta le sinergie e

opportunità indivisibili (w_{INDIV}), che vengono convogliate tipicamente verso la società acquirente (sotto forma di vantaggi strategici, operativi o fiscali di gruppo), ma possono anche riguardare il management o il soggetto economico di controllo, nel momento in cui si traducono in benefici diretti legati allo status o al potere decisionale. La formula sarebbe dunque sintetizzabile come segue:

$$w_i = (w_{sa} + w_{DIV}) \times \alpha + w_{INDIV}$$

Tuttavia, esplicitando la formula sopra citata nella sua forma estesa, si ottiene l'equazione che mostra l'impatto dei benefici privati sul valore complessivo:

$$w_i = (w_{sa} + w_s) \times \alpha + (1 - \alpha) \times w_{PB} + w'_{PB}$$

L'applicazione delle formule descritte richiede la capacità di stimare singolarmente ogni componente. Mentre si ricorre al metodo dei DCF per produrre l'EV dell'azienda a cui, tolta la PFN Adjusted, ottengo l'Equity value della target che corrisponde al suo valore stand-alone (w_{sa}), la quantificazione dei benefici privati (w_{PB} e w'_{PB}) rappresenta una sfida altrettanto complessa, poiché tali vantaggi spesso non sono individuabili dai bilanci ufficiali della società target. Infatti, nella pratica, il valore di una partecipazione viene aggiustato attraverso l'applicazione di premi e sconti che riflettono proprio la capacità di ottenere questi benefici. Le metodologie di stima dei benefici privati sono principalmente due. L'approccio Market-based determina il valore del controllo osservando i prezzi negoziati per i pacchetti azionari. Si assume che il premio di controllo pagato oltre il valore di mercato rifletta il valore delle utilità indivisibili, sia di natura monetaria che non monetaria, come il potere di decidere gli indirizzi strategici o la quotazione in Borsa (Dyck & Zingales, 2004). Una scomposizione più recente di questa analisi si focalizza sul cosiddetto *voting premium* (Levit et al., 2023), evidenziando come la differenza di prezzo tra classi di azioni con diversi diritti di voto rifletta l'aspettativa del mercato circa i futuri benefici derivanti dal controllo. Nell'applicare il confronto tra il prezzo unitario delle azioni di maggioranza e quello delle azioni di minoranza, è tuttavia necessario considerare che il prezzo per singola azione può variare molto in funzione della quota acquistata (α): man mano che aumenta la quota acquistata diminuisce il valore unitario dell'azione. Al contrario, nel caso in cui venga ceduta una quota di minoranza, l'acquirente applicherà uno sconto di minoranza, accettando di pagare un prezzo inferiore a causa dell'impossibilità di influenzare la gestione (sconto

per mancanza di controllo) e della maggiore difficoltà di negoziare partecipazioni di scarso rilievo (sconto per mancanza di liquidità).

L'altra metodologia, definita approccio Specific, mira invece a determinare le singole utilità, distinguendo tra i benefici con e senza impatto sui flussi di cassa. Per i benefici con impatto sui flussi (w_{PB}), la stima avviene simulando i vantaggi economici che l'acquirente può ottenere dalla target, ad esempio tramite le già citate politiche di transfer pricing (Massari et al., 2016). In questo caso, il valore è dato dal valore attuale di tali flussi incrementali che l'acquirente trattiene per sé anziché distribuirli proporzionalmente. Per i benefici senza impatto sui flussi (w'_{PB}), la valutazione si concentra sulla possibilità di gestire l'azienda in modo più efficiente rispetto alla gestione precedente. Il valore del controllo risiede quindi nella differenza tra il valore della società gestita in modo ottimale e il valore sotto l'attuale management, pesato per la probabilità che avvenga effettivamente un cambio nel controllo societario (Damodaran, 2005).

Una volta quantificate queste componenti (w_{sa} , w_{PB} e w'_{PB}), è possibile procedere alla stima del valore aggiunto apportato dalle sinergie (w_s) attraverso il modello di stratificazione del valore. Tale modello presuppone l'utilizzo del Valore Attuale Modificato (VAM) in condizioni di steady state e si basa sull'ipotesi di integrazione tra due aziende, A e B, per isolare il surplus di valore rispetto alla somma delle entità separate. Seguendo l'impostazione metodologica di Vernimmen et al. (2022), il valore complessivo delle sinergie viene scomposto in tre determinanti fondamentali:

- Il differenziale di quantità (Sinergie operative) rappresenta il valore dei flussi di cassa operativi incrementali generati dall'unione delle attività. Esso si quantifica come:

$$V_{Flussi} = \frac{\Delta FCF O_A + \Delta FCF O_B}{r_{O,A+B}}$$

Dove $r_{O,A+B}$ rappresenta il costo del capitale unlevered della nuova entità combinata frutto dell'integrazione.

- Il differenziale di struttura (Sinergie finanziarie) riflette il valore derivante dall'ottimizzazione del passivo e dalla nuova capacità di indebitamento sostenibile. In questo strato, ipotizzando che il debito incrementale (ΔD) venga

interamente reinvestito in un progetto che richiede un investimento iniziale pari proprio a ΔD , il valore della sinergia finanziaria si ricava come:

$$V_{Debito} = \underbrace{(\Delta D * t_c)}_{Tax\ Shield} + \frac{FCFO_{Nuovo\ Investimento}}{r_{o,A+B}}$$

La prima componente rappresenta lo scudo fiscale (Tax Shield) derivante dal nuovo indebitamento, mentre il secondo termine esprime il valore attuale dei flussi prodotti dall'eventuale nuovo investimento attualizzati al costo del capitale unlevered della società risultante dall'integrazione. Questa componente riflette la capacità di trasformare le fonti di finanziamento in cash-flow operativi.

- Il differenziale sul costo del capitale (Sinergie da riduzione del rischio) esprime il valore prodotto dal variare dei tassi di sconto a seguito dell'integrazione. Tale importo emerge dal confronto tra i flussi delle due società attualizzati al costo del capitale unlevered dell'entità combinata e la somma delle rispettive stime stand-alone:

$$V_{Costo\ Cap.} = \left(\frac{FCFO_A + (FCFO_B \times \alpha)}{r_{o,A+B}} \right) - \left(\frac{FCFO_A}{r_{o,A}} + \frac{FCFO_B \times \alpha}{r_{o,B}} \right)$$

Separare il rendimento finanziario dal successo industriale del turnaround è fondamentale, poiché si tratta di dinamiche distinte ma collegate. L'efficacia dell'acquisizione si misura con il suo Valore Attuale Netto (VAN_i), calcolato come differenza tra il valore dell'entità post-fusione (w_i) e il prezzo pagato:

$$VAN_i = w_i - P_{pagato}$$

L'indicatore mostra se l'operazione sia stata in grado di generare un rendimento attraverso sinergie e benefici privati (Brealey et al., 2023).

Per capire se il risanamento ha funzionato, bisogna invece osservare come cambia nel tempo l'Equity Value. Il calcolo confronta la stima iniziale, effettuata nel pieno della crisi, con la consistenza del capitale proprio al termine del piano. Un'impresa può dirsi effettivamente risanata solo se l'incremento è tale da riallineare i multipli e la redditività della società alle medie di settore (Massari et al., 2016). Il successo è dunque sancito dalla ripresa competitiva di creazione di valore anche rispetto ai suoi peer.

A supporto di questa analisi, è necessario distinguere le modalità con cui può essere regolato finanziariamente il trasferimento della proprietà della società target (Brealey et al., 2023). Le operazioni di M&A possono infatti prevedere:

- Il pagamento per cassa (Cash Offer), tramite il quale l'acquirente liquida i soci della target in denaro e ne assume il controllo totale.
- Il conambio (Stock-for-Stock), tipico delle fusioni per incorporazione. In questo caso, i soci della target (società B) scambiano le proprie azioni con titoli di nuova emissione della società risanatrice (società A). I venditori, quindi, non escono dalla compagine sociale ma restano nell'operazione come azionisti dell'entità combinata.

Quindi nel caso di una fusione il rapporto di conambio (RC) diventa l'indicatore fondamentale per valutare l'equità della transazione per i soci. Esso è lo strumento analitico per verificare se l'apporto destinato ai soci della target sia sufficiente a garantire loro un recupero di valore superiore allo scenario di liquidazione e, contemporaneamente, se il numero di azioni emesse dalla risanatrice non sia eccessivo, evitando una fuoriuscita di ricchezza superiore al valore prospettico dell'entità fusa e delle relative sinergie (Vernimmen et al., 2022). La determinazione di tale equilibrio avviene individuando un intervallo di negoziazione definito dalle seguenti formule (Massari et al., 2016; Brealey et al., 2023):

- Rapporto di Conambio minimo (RC_{min}) rappresenta la soglia di indifferenza per i soci della società in crisi. Sotto questo livello, il numero di azioni della risanatrice attribuite per ogni azione della target risulterebbe troppo basso, poiché la quota di proprietà ottenuta nella nuova entità avrebbe un valore economico inferiore al valore stand-alone residuo (W_B), rendendo preferibile la liquidazione fallimentare.

$$RC_{min} = \frac{\frac{W_B}{N_B} \times N_A}{W_{A+B} - W_B}$$

- Rapporto di Conambio massimo (RC_{max}) identifica il limite oltre il quale la società risanatrice emetterebbe una quantità di azioni tale da trasferire tutto il valore delle sinergie ai soci della target. Così facendo, si avrebbe una diluizione del management della risanatrice che vedrebbe il valore della propria partecipazione diminuire rispetto alla situazione antecedente all'integrazione.

$$RC_{max} = \frac{W_{A+B}}{N_B \times \frac{W_A}{N_A}} - \frac{N_A}{N_B}$$

In queste formule, W_A e W_B indicano l'Equity Value ante-integrazione, W_{A+B} il valore dell'entità post-risanamento, mentre N_A e N_B indicano il numero di azioni esistenti delle due società. In definitiva, solo un rapporto di concambio stabilito all'interno di questo intervallo, unito a un incremento dell'Equity Value post-operazione verso le medie di settore, garantisce che il risanamento abbia rilanciato dal punto di vista economico entrambi i gruppi di azionisti (Vernimmen et al., 2022).

Il Leveraged Buyout (LBO) come strumento di cambio controllo e rilancio

In un'ottica di risanamento aziendale, il Leveraged Buyout supera la sua funzione classica di tecnica di acquisizione per diventare uno strumento di ristrutturazione finanziaria. La collocazione del LBO nel presente capitolo, dedicato alle operazioni di integrazione e finanza strutturata anziché alla mera ristrutturazione del debito (già trattata nel paragrafo 3.2), è dovuta alla sua natura ibrida e alla portata dell'intervento. L'operazione non si esaurisce in una semplice ristrutturazione del debito, ma comporta il cambio dell'assetto proprietario e l'impiego di capitali destinati all'acquisizione (Brealey et al., 2023). Attraverso l'M&A, la struttura del debito frammentata e a breve termine che caratterizza la crisi viene sostituita da una a lungo termine, rimborsabile con i flussi di cassa della gestione (Vernimmen et al., 2022), e realizza così un'integrazione industriale stabile, che si differenzia dai tipici interventi temporanei del Private Equity. Mentre nel 3.3 il soggetto promotore dell'operazione è un fondo che mira a massimizzare il valore per poi uscire dall'investimento, nel presente contesto il promotore è un'impresa industriale (la società Parent) che intende fondersi con la target per accrescerne il valore nel lungo periodo. L'operazione ha inizio con la costituzione da parte della società Parent di una società veicolo (NewCo) finalizzata all'integrazione stabile dell'azienda in crisi. Questa società raccoglie l'equity direttamente dalla controllante e ottiene contestualmente un ingente finanziamento bancario destinato all'acquisizione. Tale prestito non viene concesso valutando lo storico dell'azienda in crisi, ma la sostenibilità del piano di rilancio della Parent e la capacità della NewCo di generare flussi di cassa a seguito dell'integrazione. Attraverso il mix di Equity e debito bancario, si effettua l'acquisto delle quote della target e, una volta ottenuto il controllo, la NewCo rimborsa tutte le passività pregresse della società acquisita. Il Leveraged

Buyout permette di raggruppare i debiti frammentati e onerosi in un'unica esposizione programmata. L'impresa evita crisi di liquidità causate da rimborsi insostenibili tramite un piano di rientro coerente con i flussi di cassa.

L'operazione si conclude con la fusione tra la società veicolo e la target in un'unica impresa industriale, in cui la precedente struttura finanziaria è completamente ridefinita. A differenza dell'operazione di Private Equity, dove l'obiettivo ultimo è la vendita della partecipazione, in questo scenario l'integrazione è permanente. La Parent incorpora le risorse, le competenze e la struttura operativa della target, beneficiando delle sinergie operative e finanziarie che scaturiscono dal consolidamento industriale (Kaplan & Strömberg, 2009; Hotchkiss et al., 2021). L'intero meccanismo, dunque, non serve solo a cambiare i soci, ma a riscrivere la struttura finanziaria dell'azienda, trasformandola in una realtà capace di servire il nuovo debito e, contemporaneamente, di finanziare la crescita industriale nel lungo periodo, rendendo l'impresa un organismo sano e pienamente competitivo all'interno del proprio mercato di riferimento.

L'adozione di questa strategia è fondamentale per il turnaround aziendale. Per comprendere come il LBO agisca concretamente sulla sostenibilità finanziaria, è utile analizzare l'impatto dell'operazione sulla formula del DSCR, dove le frecce indicano la direzione del cambiamento prodotta dall'integrazione con la società Parent:

$$DSCR = \frac{\uparrow FCFO \pm \Delta CCNO - \downarrow imposte}{\downarrow Servizio del debito}$$

L'operazione trasforma radicalmente questa equazione agendo su tre aspetti principali:

- $\uparrow FCFO$ (Incremento del Flusso di Cassa Operativo). Grazie all'integrazione industriale con la società Parent, l'impresa beneficiaria può accedere a nuove competenze, economie di scala e migliori canali di vendita, che incrementano direttamente il Free Cash Flow operativo grazie alle sinergie generate (Vernimmen et al., 2022). A differenza della fase di crisi, in cui la gestione era focalizzata sulla sopravvivenza quotidiana, il LBO permette di rifocalizzare l'azienda verso la generazione di cassa strutturale.
- $\downarrow imposte$ (Tax Shield). La nuova struttura di debito consente all'impresa di beneficiare della deducibilità degli interessi passivi (Brealey et al., 2023). Il debito della NewCo genera un risparmio fiscale certo a differenza dell'indebitamento

pregresso, spesso non onorato e quindi fiscalmente inefficiente. Ciò aumenta le disponibilità liquide a favore della società da destinare al rimborso dei prestiti e al rilancio industriale.

- ↓ Servizio del debito (Ottimizzazione della pressione finanziaria). Come anticipato, l'esposizione non è più frazionata in molteplici linee di credito, ma viene consolidata in un piano di ammortamento strutturato (Hotchkiss et al., 2021). Il Leveraged Buyout sostituisce l'indebitamento a breve termine, frammentario e costoso, con un piano di rientro a scadenze prolungate. Nonostante l'elevato importo del debito complessivo, l'uscita annuale per quota capitale e interessi viene allineata ai flussi di cassa della gestione, eliminando il rischio di crisi di liquidità dovuta a rimborsi non gestibili.

L'operazione di Leveraged Buyout interviene inoltre nella risoluzione dei conflitti di agenzia. I contrasti tra gli obiettivi del management e le aspettative di azionisti o finanziatori tendono infatti ad accentuarsi nei periodi di declino aziendale. La dirigenza attua spesso politiche difensive a protezione dell'incarico ricoperto o manovre straordinarie per mascherare passate criticità. Puntare su una struttura a elevate passività introduce il concetto di vincolo di bilancio rigido. Il management, consapevole che l'incapacità di generare cassa impedirebbe di onorare il debito e comporterebbe la perdita del controllo aziendale, è tenuto ad allinearsi agli obiettivi di efficienza e creazione di valore definiti dal piano industriale (Jensen, 1986; Vernimmen et al., 2022; Brealey et al., 2023).

Il successo di un LBO di risanamento si misura nell'incremento dell'Equity Value al termine del periodo di leva, indicatore sintetico dell'efficacia del turnaround (Massari et al., 2016). Tale aumento non deriva solo dalla ristrutturazione finanziaria, ma dalla capacità dell'impresa di avviare investimenti strategici con VAN > 0, volti a riallineare la redditività e i flussi di cassa ai livelli dei competitor di settore. Le risorse per tali investimenti, reperite attraverso le operazioni di ricapitalizzazione e le ristrutturazioni analizzate nel presente capitolo, verranno investite in progetti che, per essere scelti tra molteplici possibilità alternative, necessitano di criteri di valutazione idonei. A tal fine, verrà approfondito l'approccio delle opzioni reali quale strumento complementare per l'allocazione efficiente delle risorse in ottica di lungo periodo.

Valutazione degli investimenti strategici tramite l'approccio delle opzioni reali

Le operazioni di efficientamento operativo, la ristrutturazione del passivo, le ricapitalizzazioni e le integrazioni discusse finora (M&A, LBO, Private Equity) mirano a ripristinare l'equilibrio finanziario dell'impresa. Tuttavia, disporre di nuove risorse è necessario ma non sufficiente per il successo di un piano di turnaround. Il rilancio industriale richiede una selezione rigorosa dei progetti, per poter utilizzare le risorse reperite in investimenti capaci di generare valore durevole, trasformando l'impresa da una realtà in crisi a un'entità solida (con obiettivo il going concern) in grado di allinearsi, o superare, le performance medie del settore. Infatti, la selezione degli investimenti deve essere vincolata all'arco temporale del piano di risanamento. Quest'ultimo opera su un orizzonte definito, generalmente compreso tra i 3 e i 5 anni, arco entro il quale l'impresa deve dimostrare la propria capacità di invertire la tendenza e riprendere a generare flussi di cassa operativi (Gilson, 2010). Di conseguenza, non possono essere valutati progetti che eccedano questo orizzonte, poiché investimenti con tempi di ritorno superiori alla durata del piano di rilancio rischiano di non contribuire alla continuità operativa nel momento critico della crisi, vanificando la disciplina finanziaria imposta dalle manovre precedenti e indebolendo il rapporto con gli stakeholder (Vernimmen et al., 2022).

Il compito del management finanziario è dunque evitare fenomeni di errata allocazione del capitale, destinando le risorse verso progetti che supportino il recupero della competitività. È importante sottolineare come l'investimento sia il fattore primario dell'incremento del valore aziendale (Brealey et al., 2023), ma in contesti di distress il suo successo dipende dalla capacità di monitorare costantemente la conformità tra i flussi attesi dal progetto e le scadenze del piano di risanamento.

È dunque necessario integrare la visione qualitativa con strumenti quantitativi rigorosi. Nella fase di valutazione iniziale, il Valore Attuale Netto (VAN) si conferma il criterio di riferimento per la sua capacità di misurare la ricchezza monetaria generata dal progetto, attualizzando i flussi di cassa operativi (FCFO o FCFF a seconda che si considerino o meno gli investimenti/disinvestimenti in CAPEX) al WACC:

$$VAN = \left(\sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} \right) - I_0$$

Dove I_0 è l'investimento iniziale (Brealey et al., 2023). Una volta coperto il costo delle risorse impiegate, un VAN positivo indica che l'investimento genera un incremento dell'Equity Value che è essenziale per la continuità operativa ai fini del turnaround.

Il management può invece ricorrere al Valore Attuale Modificato nel caso in cui sia necessario concentrarsi sulla generazione di cassa operativa pura, separando il valore del progetto dalle specificità derivanti dalla struttura finanziaria dell'impresa. A differenza del VAN, questa metodologia attualizza i flussi $FCFO_t$ al costo del capitale proprio unlevered (r_o), permettendo di evidenziare il valore intrinseco dell'operazione:

$$VAM = \left(\sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + r_o)^t} \right) - I_0$$

Questa impostazione risulta particolarmente efficace nelle operazioni di ristrutturazione o LBO, dove la validità industriale del progetto deve essere valutata al di fuori delle scelte di indebitamento pregresse (Vernimmen et al., 2022).

Data la tensione di liquidità tipica delle fasi di risanamento, il management deve valutare con attenzione anche la velocità di rientro dell'investimento tramite il Payback Period (o tempo di recupero) e il tempo di recupero attualizzato. Nel Payback Period semplice si determina in quanto tempo i flussi di cassa operativi coprono l'investimento iniziale, mentre nel tempo di recupero attualizzato i vari FCFO annuali sono attualizzati al WACC per considerare il rischio finanziario espresso dal progetto. L'obiettivo è comunque definire in quanto tempo I_0 verrà eguagliato dai flussi operativi attualizzati. Nel contesto di un turnaround, questi indicatori assumono un ruolo strategico, poiché il manager deve verificare se l'arco temporale T necessario per recuperare l'investimento iniziale sia inferiore alla durata del piano di risanamento.

Un tempo di recupero T che ecceda la durata programmata nel piano rende il progetto incompatibile con le necessità di cassa immediate tipiche di una crisi. La letteratura finanziaria conferma che, in condizioni di difficoltà, le imprese sono costrette a rinunciare a investimenti potenzialmente remunerativi nel lungo periodo proprio per evitare rischi di insolvenza e preservare la liquidità necessaria al mantenimento della continuità operativa (Campello et al., 2010).

Il Tasso Interno di Rendimento (TIR) e l'Indice di Redditività rimangono strumenti utili per la selezione dei progetti in fase di valutazione. I relativi criteri decisionali e le formule

di calcolo sono tuttavia già stati trattati nella sezione dedicata all'analisi delle strategie di exit e valutazione degli investimenti nel Private Equity. Si rimanda dunque a quella sede per la descrizione tecnica e le regole di accettazione o rifiuto degli investimenti.

Oltre ai criteri di selezione discussi finora, il management finanziario deve considerare come un investimento sia una sequenza di decisioni in cui l'impresa ha la possibilità di modificare le proprie scelte in base all'evoluzione del mercato. Ignorare questa flessibilità porterebbe a una sistematica sottostima del valore dei progetti. Per integrare questo elemento nel processo decisionale, il valore complessivo di un'iniziativa deve essere calcolato tenendo conto dell'opzione per l'azienda di modificare o incrementare il valore del progetto originario tramite decisioni strategiche:

$$VAN_{progetto_senza_opzione} + VAN_{opzione} = VAN_{progetto_con_opzione}$$

Questa metodologia permette di quantificare correttamente l'apporto di specifiche opzioni reali che il management può esercitare nel tempo (Koller et al., 2020). L'opzione di espansione si esercita se il progetto iniziale (es. l'apertura di una nuova linea produttiva post-integrazione) ottiene risultati superiori alle attese. In questo caso l'impresa ha il diritto, ma non l'obbligo, di scalare l'investimento dato il potenziale di crescita che giustifica l'esborso iniziale, anche in presenza di un rendimento di base contenuto. L'opzione di abbandono è particolarmente rilevante in un percorso di risanamento. Sospendere un investimento inefficiente limita le perdite e consente di recuperare risorse attraverso la vendita di beni o rami aziendali non strategici. Questo fattore attenua il profilo di rischio dell'investimento e porta all'aumento del VAN complessivo. L'opzione di attesa consente infine di posticipare il progetto, così da permettere al piano di risanamento di cristallizzare i suoi risultati. Tale attesa attira maggiore attenzione e di conseguenza più clienti interessati all'acquisto dei prodotti. Questo rinvio accresce la visibilità del progetto sul mercato e favorisce l'acquisizione di una base clienti più ampia al momento del lancio dei prodotti.

L'uso congiunto del VAN e delle opzioni reali migliora l'efficacia della pianificazione aziendale. La strategia permette di consolidare la struttura patrimoniale e allo stesso tempo di avviare un percorso di crescita sostenibile nel lungo periodo.

3.5 Il Piano di Risanamento come strumento di sintesi e proiezione del valore

Il piano di risanamento non è solo un documento obbligatorio, ma lo strumento che trasforma le strategie aziendali in risultati ed è qui che le operazioni finanziarie, il miglioramento dell'operatività e i nuovi investimenti, discussi nei paragrafi precedenti, si uniscono per rendere concreto il percorso di rilancio. Con questo strumento, la gestione finanziaria inizia a pianificare il futuro, fissando le basi per garantire la continuità aziendale. È opportuno precisare che, nella pratica professionale, il piano di risanamento include anche aspetti legali e negoziali complessi (come le garanzie ai creditori o le clausole contrattuali). La presente tesi si concentra però sulla logica finanziaria e strategica dell'intervento. La struttura che segue sintetizza quindi il percorso decisionale dell'impresa, isolando le scelte operative, finanziarie e di investimento che determinano, di fatto, il successo del rilancio.

La pianificazione finanziaria costituisce l'elemento centrale del documento, in quanto traduce le linee strategiche in obiettivi quantitativi. Il piano definisce un percorso di creazione di valore verificabile, integrando le analisi della Financial Due Diligence. Partendo dai dati di bilancio, il modello proietta l'impatto delle variabili operative sulla produzione di valore aziendale. Questo modello si basa sull'applicazione rigorosa del metodo del Discounted Cash Flow, che proietta la sostenibilità del going concern e definisce l'obiettivo di Equity Value al quale l'azione di turnaround deve tendere. L'incremento del valore aziendale ipotizzato nello schema seguente è il frutto delle strategie di risanamento implementate dall'azienda ed esaminate nel presente capitolo.

Voce di bilancio / Indicatori	0	1	2	3	4	5	6
EBITDA Adjusted	0	30	50	95	130	145	100
Δ CCNO	-50	-25	-5	-3	0	15	30
CINO	1200	900	850	900	920	950	1000
FCFF (o NOPAT T6)	-50	5	45	92	130	160	130
WACC	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Tasso di crescita g	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Enterprise Value (DCF)	1043	1203	1318	1400	1439	1440	1408
PFN Adjusted	-1000	-700	-680	-660	-640	-620	-600
Equity Value	43	503	638	740	799	820	808

Schema analitico della dinamica dei flussi e del valore (numeri ipotetici in milioni di euro). Fonte: Elaborazione dell'autore.

L'analisi include un confronto basato sui multipli Asset-Side. Nello schema seguente si evidenzia come l'impresa in crisi presenti inizialmente un multiplo inferiore rispetto ai comparable. Questo divario si riduce in modo progressivo con l'attuazione del piano,

grazie al recupero dell'efficienza operativa e al consolidamento del merito creditizio sul mercato.

Multipli EV/CINO	1	2	3	4	5
Impresa (in crisi)	1,34	1,66	1,73	1,76	1,72
Peer 1	1,75	1,82	1,90	1,80	1,75
Peer 2	2,00	2,20	2,10	2,00	1,95
Peer 3	1,65	1,70	1,85	1,80	1,82
Media di Settore	1,90	1,81	1,85	1,97	1,94

Schema comparativo dei multipli di mercato (numeri ipotizzati). Fonte: Elaborazione dell'autore.

Questo modus operandi costituisce la base per l'analisi degli scostamenti (Gap Analysis), svolta su due fronti. Il primo è il confronto tra i dati consuntivi e le proiezioni ex-ante, che permette di verificare, anno dopo anno, la capacità del management di ridurre il divario tra lo stato di crisi iniziale e l'obiettivo di risanamento. Qualora gli scostamenti evidenzino un assorbimento di CINO superiore alle attese, il management deve intervenire per salvaguardare la liquidità. Un secondo livello di verifica avviene invece tramite il multiplo EV/CINO, utile a valutare l'efficienza della gestione del capitale rispetto ai peer. In questo contesto, la convergenza dell'Equity Value verso gli obiettivi del piano conferma la credibilità del risanamento. Una crescita costante, sostenuta da una reale generazione di FCFF, funge da segnale per il mercato e gli stakeholder, confermando la validità tecnica della manovra. Se la proiezione mostra una crescita dell'Equity Value in linea con le manovre di ristrutturazione, il piano risulta solido e applicabile. Se, al contrario, i risultati restano costantemente inferiori alle attese, è necessario rivedere profondamente la strategia aziendale (Damodaran, 2012; Koller et al., 2020; Hotchkiss et al., 2021).

Capitolo 4 – Dal turnaround difensivo alla creazione di valore: il caso gruppo Coin e OVS

4.1 Il gruppo Coin: crisi strutturale e operazioni di finanza straordinaria nel turnaround tradizionale

Il presente capitolo applica il quadro teorico delineato nei precedenti al caso concreto del gruppo Coin. L'obiettivo è esaminare come le strategie di risanamento si siano

tradotte in pratica, analizzando il complesso equilibrio tra il piano di rilancio industriale e le limitazioni di una struttura finanziaria fortemente indebitata, tipica delle operazioni di Leveraged Buyout.

Il caso Coin rappresenta un esempio ideale per osservare il conflitto tra gli aspetti industriali e finanziari, poiché l'azienda possedeva una logica industriale solida (l'integrazione tra Coin e Upim ne è una conferma), ma ha dovuto affrontare anni di crisi in cui il peso del debito ha rischiato di soffocare le potenzialità operative del gruppo. Per comprendere questa evoluzione, l'analisi segue un ordine cronologico, diviso in tre fasi chiave:

- La Fase I (2010-2012) tratta l'integrazione tra Coin e Upim sotto la gestione del fondo di Private Equity PAI Partners e il successivo passaggio a BC Partners. L'analisi si concentra sulla struttura finanziaria post LBO, che ha reso il gruppo vulnerabile agli effetti della crisi economica di quel periodo.
- La Fase II (2013-2015) descrive le principali manovre di ristrutturazione. Lo studio si concentra sulla separazione degli asset mediante lo spin-off di OVS e la successiva rinegoziazione del debito bancario. È la fase in cui l'avvenuto passaggio da PAI Partners a BC Partners segna il cambiamento per la gestione del capitale.
- La Fase III (2016-2018) verifica se le strategie adottate abbiano portato a una crescita sostenibile. Attraverso l'analisi dei dati di bilancio e il confronto con i benchmark di settore, si andrà a misurare se il gruppo sia riuscito a migliorare i suoi Enterprise ed Equity Value e se sia stato in grado di riposizionarsi rispetto ai competitor.

Attraverso questo percorso, il capitolo intende dimostrare che il successo di un turnaround non dipende da una singola operazione straordinaria, ma dalla capacità del management di coordinare due fronti: il miglioramento dell'efficienza operativa interna (taglio dei costi e ottimizzazione del capitale circolante) e la gestione oculata della struttura finanziaria esterna. Nel primo paragrafo valutiamo il gruppo come se fosse rimasto unito anche a seguito dello spin-off (anche per la graduale vendita delle partecipazioni del gruppo Coin in OVS, conclusasi addirittura nel 2019), per dimostrare al massimo come l'operazione abbia consentito alle componenti del gruppo di rilanciarsi ed eliminare il conglomerate discount. Verrà invece analizzata autonomamente la sua componente di maggiore rilievo (OVS) nel secondo paragrafo.

Si potrà infatti concludere che per il caso studio in questione la separazione dei business model incongruenti sarà l'unica soluzione vincente.

Fase I – Espansione strategica ed emergere delle criticità (2010-2012)

1. La strategia industriale di PAI Partners e l'acquisizione di Upim

Nel periodo compreso tra il 2005 e l'inizio del decennio successivo, il gruppo Coin si trovava sotto il controllo del fondo di Private Equity PAI Partners, entrato nel capitale della società attraverso un'operazione di Leveraged Buyout effettuata per mezzo di alcune SPV (Giorgione Investimenti e Financiere Tintoretto). L'obiettivo dell'investitore finanziario era quello di avviare un percorso di crescita e rilancio del gruppo nel settore del retail italiano, attraverso una strategia tipica dei fondi di Private Equity definita buy-and-build (Kaplan & Strömberg, 2009). Tale approccio consiste nell'acquisizione di operatori complementari o concorrenti al fine di creare un gruppo di dimensioni maggiori, in grado di beneficiare di economie di scala, sinergie operative e maggiore forza competitiva nel mercato di riferimento (Porter, 2008).

In questo contesto si inserisce l'acquisizione della catena Upim, realizzata nel 2010, che rappresentò la più rilevante operazione di crescita per linee esterne del gruppo nel periodo di gestione di PAI Partners. L'operazione aveva l'obiettivo strategico di rafforzare la presenza in segmenti di mercato differenti e complementari. L'acquisizione di Upim ha permesso al gruppo di rafforzarsi nel mercato di massa, ampliando l'offerta commerciale e i canali di distribuzione.

L'unificazione delle catene del gruppo era volta a generare sinergie operative, come economie di scala negli approvvigionamenti e ottimizzazione della rete distributiva. Il piano prevedeva l'unione delle competenze distributive e stilistiche. Questo assetto avrebbe favorito il consolidamento del retail nazionale e incrementato l'efficienza competitiva dell'azienda.

La fase di integrazione mostrò tuttavia le problematiche derivanti dall'eterogeneità dei modelli di business aziendali. Il department store Coin comportava una rotazione del magazzino contenuta e costi fissi rilevanti. OVS e Upim, al contrario, erano orientate al fast fashion, puntando sulla velocità di rinnovo delle collezioni e su una maggiore efficienza nel ciclo del circolante.

La convivenza all'interno dello stesso gruppo di modelli operativi così differenti rendeva più complessa l'applicazione di una strategia industriale unica e limitava, almeno in parte, la possibilità di realizzare pienamente le sinergie inizialmente previste. Divenne quindi evidente come il progetto originario di consolidamento del settore avesse alcune complessità strutturali.

Sulla base di ciò, il fondo PAI Partners iniziò a considerare la possibilità di alienare la propria partecipazione nel gruppo. Venne seguita la logica tipica degli investimenti di Private Equity, che prevedono un orizzonte temporale limitato e la successiva operazione di exit finalizzata alla monetizzazione del valore creato durante il periodo di investimento. In questo contesto si colloca il successivo passaggio di controllo del gruppo a un nuovo investitore finanziario, che avverrà attraverso un'operazione di secondary buyout (Degeorge et al., 2016).

2. BC Partners e la strategia LBO su gruppo Coin

Quanto compreso da PAI Partners era ben noto anche a BC Partners, nuovo fondo di Private Equity, al momento dell'acquisizione nel 2011 tramite la società veicolo ICON S.p.A. Il nuovo investitore era pienamente consapevole di dover attuare un turnaround efficace a risanare il debito creato dall'acquisto tramite Leveraged Buyout, ma anche di dover scindere quella parte del business fast-fashion estremamente flessibile come OVS e Upim da quella rigida della sola Coin. Tale manovra strategica era finalizzata a consentire alla prima di sfruttare appieno il proprio potenziale di crescita e alla seconda di proseguire l'attività in modo più sereno, supportata da finanze ristrutturate e un'operatività funzionante (Feldman, 2020). BC Partners ha dunque perfezionato l'acquisto del gruppo Coin tramite una struttura di LBO supportata da un pool di istituti finanziari che hanno agevolato l'esecuzione della transazione. L'obiettivo era di compattare l'indebitamento, estinguendo le linee di credito frammentate in favore di pochi finanziamenti più sostenibili per scadenze e costi, coerentemente con un piano di risanamento fissato tra il 2011 e il 2018.

Il ricorso al Leveraged Buyout ha comportato un immediato aumento della rischiosità evidente nell'incremento della posizione finanziaria netta tra il 2010 e il 2011. Il leverage del gruppo è passato infatti da un valore di circa 0,73 nel 2010 a 1,25 nel 2011 raggiungendo il picco di 1,74 nel 2012. L'impossibilità di calcolare il Debt Service Coverage Ratio per la mancata esplicitazione dei rimborsi di quota capitale ha richiesto

L'utilizzo di un indicatore alternativo di copertura degli interessi passivi, inteso come rapporto tra flusso di cassa operativo e oneri finanziari (Interest Coverage Ratio). La crescita del debito ha aumentato il valore assoluto degli interessi passivi provocando un sensibile calo dell'Interest Coverage Ratio che è crollato dal valore di 3,09 del 2010 a valori di 1,28 nel 2011 e 1,69 nel 2012. Tali evidenze confermano che la crisi del gruppo nel periodo considerato è stata di natura finanziaria e non economica o industriale, tesi avvalorata dal deterioramento della struttura patrimoniale. L'indice di copertura delle immobilizzazioni si è infatti ridotto fino a toccare lo 0,30 nel 2012 rendendo la società fortemente dipendente da capitale di terzi.

	2010	2011	2012
Interest Coverage Ratio	3,09	1,28	1,69
Copertura immob	0,43	0,37	0,30
Leverage	0,73	1,25	1,74

Tabella - Principali indicatori finanziari e patrimoniali - Fonte: Autoprodotta su dati Bilanci Gruppo COIN 2010-2012 (Aida - Bureau Van Dijk)

Queste performance finanziarie si sono manifestate in un contesto di piena sostenibilità operativa, come dimostrato dall'analisi dei flussi di cassa tramite il modello waterfall.

dati in migliaia di euro	2010	2011	2012
EBITDA (MOL) Adjusted	202.451,00 €	183.100,00 €	150.273,00 €
(-) Imposte operative (IRES + IRAP - 24%+3,9% - calcolate sull'EBIT Adjusted)	- 32.228,96 €	- 26.616,60 €	- 16.132,06 €
(+/-) Δ Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO)	- 79.271,00 €	- 53.856,00 €	- 445,00 €
Free Cash Flow from Operations (FCFO)	90.951,04 €	102.627,40 €	133.695,94 €
(-) Net CAPEX (Investimenti - Disinvestimenti)	- 95.946,00 €	- 47.310,00 €	- 51.922,00 €
Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	- 4.994,96 €	55.317,40 €	81.773,94 €

Tabella - Modello Waterfall per calcolo FCF - Fonte: Autoprodotta su dati Bilanci Gruppo COIN 2010-2012 (Aida - Bureau Van Dijk)

L'attività di financial due diligence ha evidenziato un EBITDA adjusted costantemente positivo per tutto il primo biennio critico. Nello specifico l'analisi rivela che tutte e tre le macro-componenti del gruppo ovvero OVS, Upim e Coin presentavano risultati operativi positivi. Vi era dunque una generale capacità di creare reddito, con pesi differenti data la maggiore dimensione delle insegne fast-fashion. Sebbene l'EBITDA Adjusted di gruppo sia sceso dai 202,4 milioni del 2010 ai 150,2 milioni del 2012, tale flessione è da interpretarsi come fisiologica all'interno di una più ampia crisi economica del settore

retail che ha dovuto fronteggiare la competizione digitale. Nonostante ciò, la gestione ha prodotto FCFO decisamente positivi e FCFF buoni pur mantenendo elevati investimenti in CAPEX necessari per supportare sia il business Coin sia l'espansione di OVS e Upim.

Le criticità emerse non riguardavano tanto l'aspetto industriale, quanto lo squilibrio tra il peso della struttura finanziaria e la divergenza dei modelli operativi. La natura asset-heavy del comparto department store (Coin) richiedeva infatti investimenti elevati che, assorbendo tante risorse, limitavano la flessibilità di OVS e Upim. Queste ultime, operando nel fast-fashion, necessitano per definizione di una minore intensità di capitale. Per inquadrare questa resilienza operativa rispetto al mercato, nonostante i contrasti interni di business model, si riportano i grafici di confronto con i peer di settore.

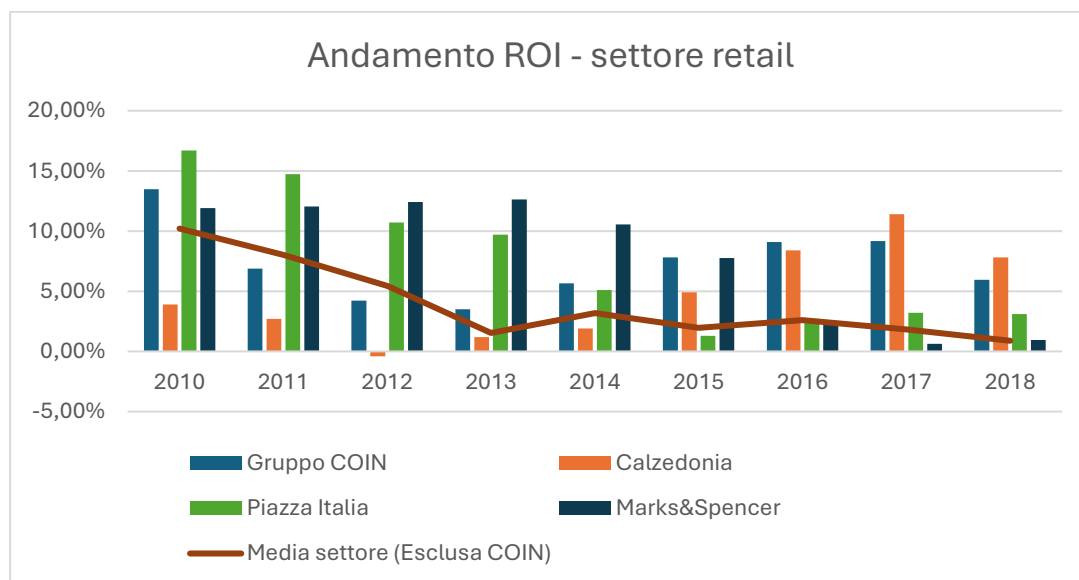


Grafico - Andamento ROI settore retail - Fonte: Autoprodotta su dati di bilancio Aida - Bureau Van Dijk

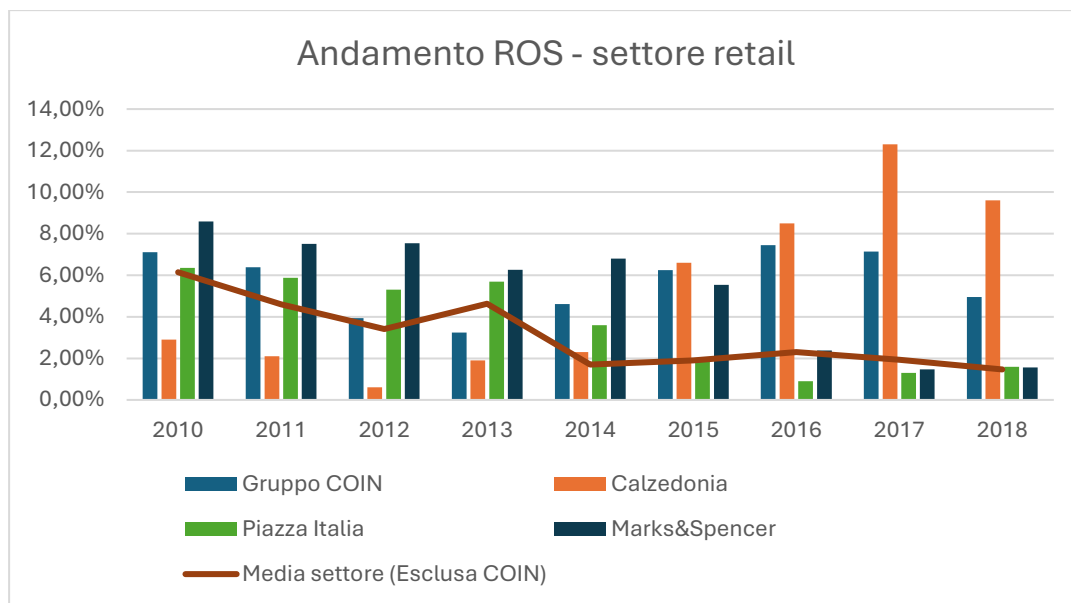


Grafico - Andamento ROS settore retail - Fonte: Autoprodotta su dati di bilancio Aida - Bureau Van Dijk

Dall'analisi dei grafici emerge come il gruppo Coin abbia mantenuto una marginalità operativa sulle vendite (ROS) e una redditività del capitale investito (ROI) assolutamente competitive, posizionandosi nella fascia alta rispetto ai competitor di settore nonostante il calo dovuto alla congiuntura macroeconomica. I dati indicano che la crisi era di natura finanziaria e strategica anziché economica. L'attività caratteristica rimaneva profittevole, ma i flussi complessivi risentivano delle forti differenze operative interne e della rigidità del passivo. Dopo il 2013, gli indicatori hanno superato la media del settore e questo trend ha facilitato il rilancio dei singoli marchi. Il processo si è poi concluso con la quotazione di OVS e la ristrutturazione del Gruppo Coin.

La valutazione societaria è stata condotta mediante il metodo dei Discounted Cash Flow (Rosenbaum & Pearl, 2021) utilizzando i dati di Damodaran per il Beta di settore e il Market Risk Premium della Germania mentre il tasso risk-free è stato individuato nel rendimento dei BTP italiani a 10 anni (Infostat – Banca d'Italia). Per il periodo 2010-2015 il Beta unlevered di settore è stato ri-leverato annualmente, tenendo conto della struttura finanziaria del gruppo, mentre dal 2015 in poi è stato possibile utilizzare direttamente il Beta levered di mercato a seguito della quotazione della componente OVS-Upim. Il costo del debito è stato stimato anno per anno utilizzando i tassi attesi richiesti dagli istituti finanziari fino al 2014, le previsioni degli analisti riportate nei bilanci dal 2015 al 2017 e la media dei contratti di finanziamento delle società scisse per il 2018. Tale metodologia ha permesso di giungere a un WACC medio di periodo pari al 6,67%.

L'applicazione del metodo DCF ha restituito un Equity Value di circa 109,5 milioni di euro per il 2011, valore sensibilmente inferiore al prezzo di 709 milioni corrisposto da BC Partners. Tale divergenza trova spiegazione nella logica dell'investitore che incorporava nel prezzo il valore intrinseco della futura scissione dei business model. BC Partners ha investito sulla prospettiva che separando le insegne fast-fashion dal ramo asset-heavy si sarebbe liberato un valore inespresso superiore alla composizione unita del gruppo. In tal modo, si sarebbe risolta la contrapposizione strategica tra i diversi modelli di business, confermando che la crisi era un ostacolo finanziario temporaneo in un percorso di solida creazione di valore industriale. Inoltre, dall'analisi di bilancio svolta emerge che la PFN del gruppo aumenta da 362,5 milioni a 771 milioni di euro tra il 2010 e il 2011. Questa differenza di circa 409 milioni può essere interpretata come la componente di debito utilizzata per finanziare l'operazione di Leveraged Buyout. Dunque, l'equity investita dal fondo di PE può essere stimata in circa 300 milioni di euro, valore coerente alla dimensione tipica di un fondo che segue un formato europeo, in particolare un Closed-End Fund, che mediamente ha una dimensione compresa tra i 100 e i 300 milioni di euro (Caselli, 2023).

Fase II – Ristrutturazione dell'attivo e manovre di finanza straordinaria (2013-2015)

Il triennio 2013-2015 ha rappresentato il fulcro del turnaround del gruppo Coin, passando da una situazione di fragilità finanziaria a una struttura patrimoniale risanata. In questa fase, le strategie di BC Partners si sono concentrate, da un lato, su una meticolosa razionalizzazione dei costi e dell'attivo circolante per sostenere l'espansione; dall'altro, su una massiccia ristrutturazione delle passività volta a eliminare le inefficienze finanziarie generate dal LBO originale. Nonostante il gruppo presentasse un EBITDA Adjusted solido e in crescita (passato dai 131,5 milioni del 2013 ai 181,5 milioni del 2015), l'intervento del management è stato determinante per liberare il valore non sfruttato delle singole insegne.

Sotto il profilo della gestione economica, il management ha attuato una razionalizzazione dei costi operativi, processo avviato nella seconda metà del 2013. Invece di tagli lineari che avrebbero potuto limitare lo sviluppo industriale e compromettere la crescita nel lungo periodo, l'azione si è focalizzata sull'ottimizzazione dei costi fissi e variabili per migliorare sensibilmente la leva operativa del gruppo. La strategia si è articolata su tre

direttrici principali. La prima ha riguardato l'abbattimento dei costi immobiliari tramite la rinegoziazione dei canoni di locazione, una manovra volta a riallineare gli stessi ai valori di mercato dell'epoca. I bilanci del periodo evidenziano gli effetti dell'operazione. Nel biennio 2013-2015, i fitti passivi sono passati da 248 a 237 milioni di euro, un calo che ha alleggerito il peso dei costi fissi sulla parte alta del conto economico.

Il piano ha riguardato anche i consumi energetici attraverso il “progetto LED”. Il rinnovo totale dei sistemi illuminanti ha ridotto i costi per le utenze elettriche da 54 a 42,5 milioni di euro tra il 2013 e il 2015, con un beneficio immediato sui flussi di cassa operativi.

Le manovre descritte hanno tutelato la redditività operativa durante la crescita della rete commerciale. L'aumento dei volumi non ha così risentito di un incremento esagerato dei costi fissi.

La gestione del CCNO è stata, allo stesso tempo, importante nel recupero di liquidità. Nel 2013 era risultato positivo per la prima volta nel periodo, assorbendo cassa per circa 32 milioni di euro. L'aumento dei debiti verso fornitori (cresciuti di quasi 100 milioni tra il 2013 e il 2014) non è stato l'esito di semplici ritardi nei pagamenti, ma il frutto di accordi strategici per finanziare gli investimenti, tra cui lo stesso progetto LED, legando il rientro del debito ai tempi di recupero degli investimenti stessi. Il CCNO si è trasformato in una fonte di finanziamento interna anche grazie a una gestione del magazzino molto rigorosa nel 2015. Il gruppo ha poi proceduto a un deciso asset retrenchment, con la cessione di attività non core come Eat's, Excelsior Milano e l'asset di Roma (quest'ultimo per 15 milioni di euro).

La manovra principale ha riguardato la separazione societaria di OVS e UPIM. La quotazione sull'MTA del marzo 2015 a 4,10 euro per azione ha generato una capitalizzazione post-aumento di circa 988 milioni di euro. L'operazione ha visto l'emissione di 101 milioni di nuove azioni, per un incasso totale di 414,1 milioni di euro. Di questi, 356,7 milioni (87 milioni di azioni) sono stati di pertinenza del gruppo, mentre 57,4 milioni (14 milioni di azioni) sono stati venduti a terzi. Tale manovra ha portato inizialmente il numero di azioni di OVS a 241 milioni, garantendo al gruppo Coin una partecipazione del 52,117% (circa 126 milioni su 241). Subito dopo la quotazione, l'utilizzo dell'Accelerated Bookbuilding (ABB) per la cessione di ulteriori 22,7 milioni di azioni esistenti (pari al 10% del capitale post-emissione di pertinenza nel gruppo, delle 227 milioni di azioni, visto che delle 241 totali 14 costituivano il flottante) ha permesso

di incassare 128,9 milioni di euro, beneficiando di un prezzo di mercato salito a circa 5,68 euro per azione. Questa manovra ha ridotto la partecipazione del gruppo Coin in OVS al 42,118%, comportando il passaggio dalla maggioranza assoluta a quella relativa. L'operazione ha reso OVS autonoma sul piano direttivo e di coordinamento, come confermato nel suo stesso bilancio sociale. La liquidità raccolta ha permesso di rimborsare 75 milioni di linee bancarie e di destinare 53,6 milioni al riacquisto di azioni proprie dalla SPV ICON (controllata da BC Partners). Ciò segna il primo parziale disinvestimento del fondo.

La Posizione Finanziaria Netta si è più che dimezzata tra il 2014 e il 2015, con un crollo da 795,8 a 345,8 milioni di euro. Questo calo di 450 milioni riflette l'andamento dei flussi finanziari legati all'operazione OVS e alla gestione del debito. La contrazione è legata al rimborso di vecchi finanziamenti per 335 milioni di euro raccolti tramite IPO e ABB, a cui si aggiungono l'incremento delle disponibilità liquide per 102,7 milioni e la restituzione di altri prestiti per 26,2 milioni. Questi flussi positivi sono stati controbilanciati da una variazione negativa dei debiti per derivati per 18 milioni e da un aumento del passivo verso altri finanziatori per 4,1 milioni.

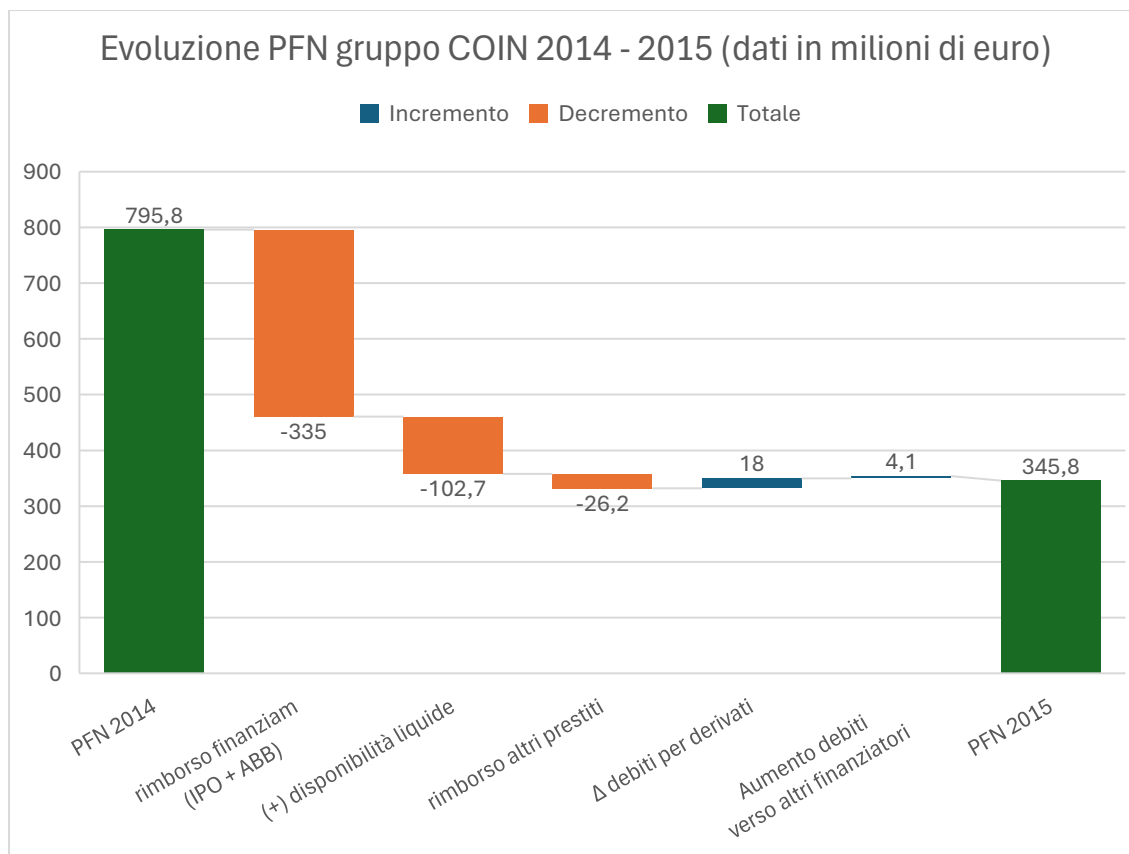


Grafico - Evoluzione PFN gruppo COIN 2014 - 2015. Elaborazione personale su dati tratti dai Bilanci Consolidati del gruppo Coin (2014-2015) e dal Prospetto Informativo di OVS S.p.A. (2015).

L'efficacia della manovra è certificata dal drastico calo del leverage, passato da 1,80 a 0,38, e da una radicale riclassificazione delle scadenze dei debiti finanziari. Come evidenziato dai dati, il gruppo è passato da una situazione di equilibrio relativo nel 2013 (con passività correnti per 137,5 milioni) a una fase di criticità estrema nel 2014, anno in cui il debito a breve è aumentato a 896,2 milioni di euro. Solo l'intervento straordinario del 2015 ha permesso di abbattere tale voce a 42,1 milioni, rifinanziando il debito residuo su scadenze a lungo termine (493,5 milioni). Sotto il profilo della sostenibilità, l'indice di copertura degli oneri finanziari (Interest Coverage Ratio - FCFO/Oneri Finanziari) riflette questa parabola: dopo il valore di 1,13 del 2013, l'indicatore è salito a 2,26 nel 2014 grazie ai primi interventi sull'efficienza, per poi toccare quota 3,51 nel 2015, garantendo la piena solvibilità del gruppo a seguito della quotazione.

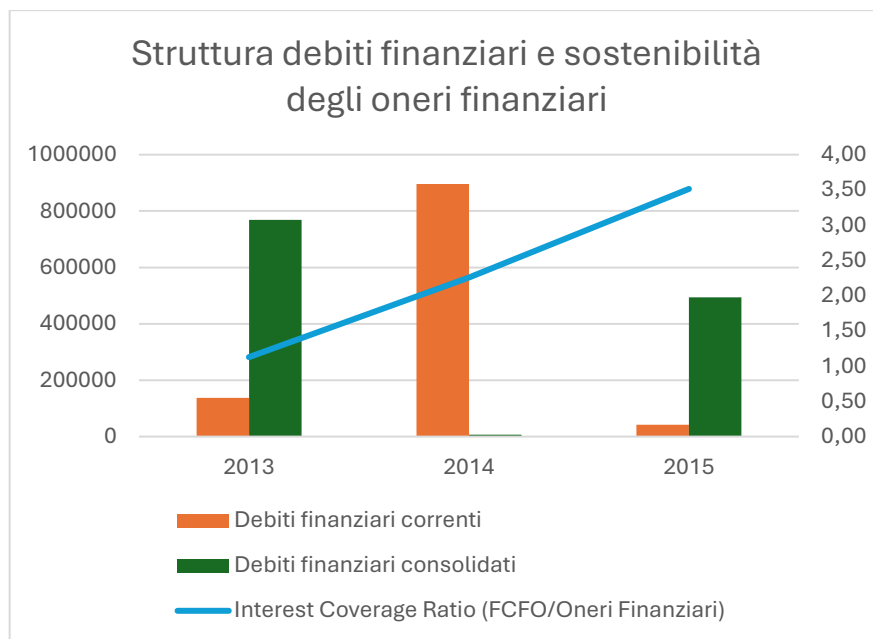


Grafico - Evoluzione della struttura dei debiti finanziari e della capacità di copertura (2013-2015). Elaborazione personale su dati tratti dai Bilanci Consolidati del gruppo Coin (2014-2015) e dal Prospetto Informativo di OVS S.p.A. (2015).

Parallelamente, il Patrimonio Netto è raddoppiato raggiungendo i 900,3 milioni di euro (dai 442,1 milioni del 2014). Questo incremento di 458,2 milioni è riconducibile per 438,05 milioni all'impatto contabile netto dell'operazione OVS (derivante dall'aumento di capitale di 356,7 milioni di pertinenza del gruppo e dalla vendita di azioni a terzi per 57,4 milioni), per 36,64 milioni all'utile d'esercizio e per 1,393 milioni al piano di stock options, al netto di variazioni negative nelle altre componenti del risultato complessivo per 17,9 milioni.

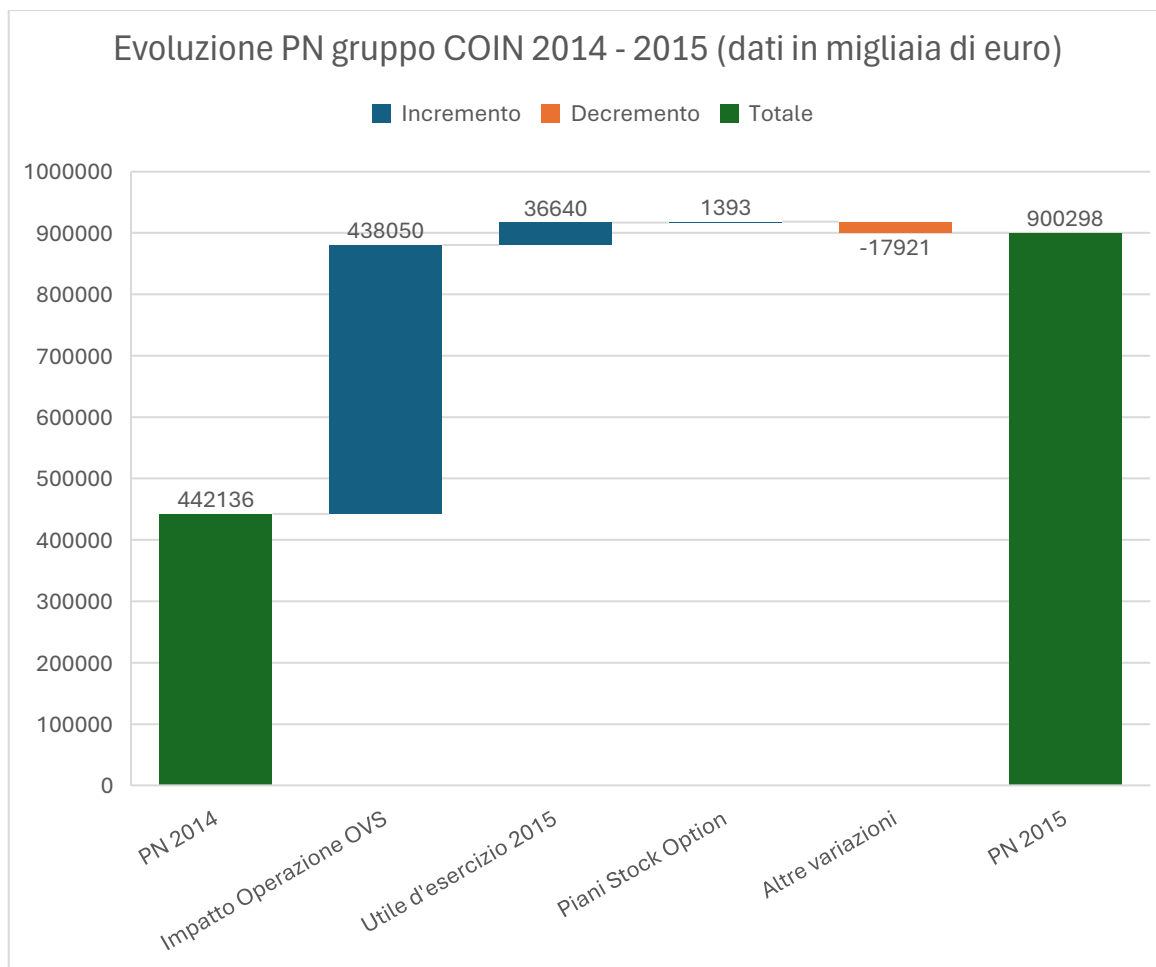


Grafico - Evoluzione patrimonio netto gruppo COIN 2014 - 2015. Elaborazione personale su dati tratti dai Bilanci Consolidati del gruppo Coin (2014-2015) e dal Prospetto Informativo di OVS S.p.A. (2015).

Il rafforzamento patrimoniale rispecchia la capitalizzazione di mercato di OVS (988,1 milioni di euro), che evidenzia un significativo valore non rappresentato nei dati contabili, attestando l'Equity Value a 418,7 milioni di euro secondo la valutazione DCF del 2015.

Fase III: Il turnaround strategico e l'uscita di BC Partners

Nel corso del triennio 2016-2018, il gruppo Coin ha completato il suo turnaround finanziario e legato al business model attraverso una strategia di exit multicanale che ha visto il fondo BC Partners (tramite la SPV ICON, controllante del gruppo Coin) disimpegnarsi gradualmente dall'investimento. Dal punto di vista operativo, questa fase è stata caratterizzata da una contrazione dei flussi di cassa dovuta a un significativo peggioramento del CCNO, che ha registrato variazioni negative per 59,2 milioni di euro nel 2016, 55,7 milioni nel 2017 e 56,3 milioni nel 2018. Tale dinamica, legata a un incremento dello stock per fattori climatici avversi e alle necessità logistiche per il

rapporto commerciale intercorso con Charles Vögele, ha ridotto il FCFO dai 152,4 milioni del 2015 ai 76,5 milioni del 2018. Il contestuale mantenimento di un Net CAPEX medio di circa 65 milioni di euro ha compresso i flussi disponibili per l'azienda (FCFF), scesi a una media di 30 milioni nel corso del triennio in esame.

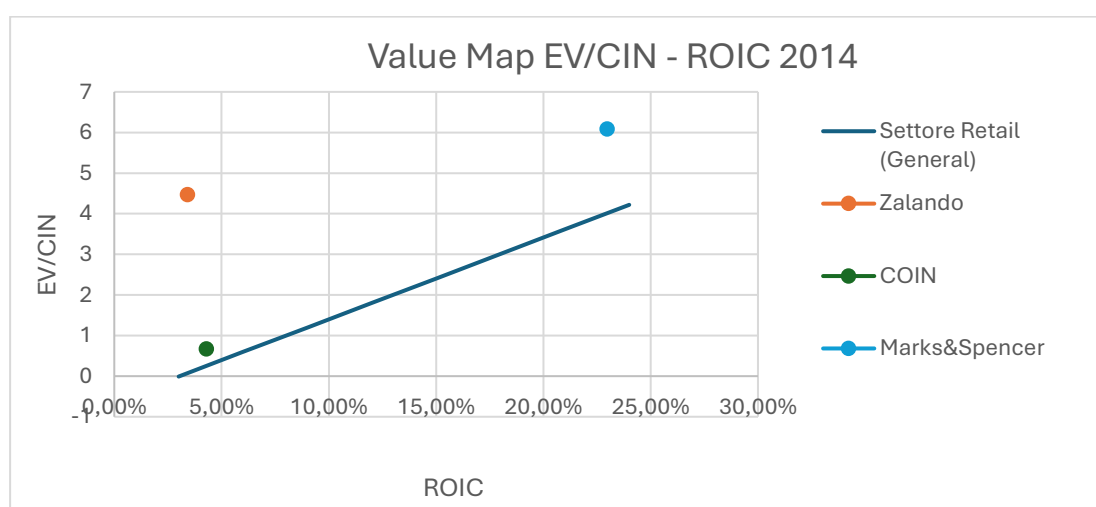
Nonostante la pressione sul circolante, la manovra finanziaria ha permesso di cristallizzare il valore del turnaround attraverso diverse tipologie di exit previste nella prassi del Private Equity. Il gruppo ha utilizzato l'IPO e le successive operazioni di Accelerated Bookbuilding per confermare il risanamento di OVS e ridurre l'indebitamento. Nel maggio 2017, il collocamento dell'11% delle azioni a 6,11 euro ciascuna ha supportato il processo e consentito il rimborso di 57 milioni di debito bancario già nel primo semestre dell'anno. Nel marzo 2018, il gruppo ha completato la cessione strategica del ramo retail storico. La vendita di Coin S.r.l. a un investitore di settore ha garantito un incasso netto di 64 milioni di euro. Questa Trade Sale è stata essenziale per ottimizzare i confini del gruppo e cedere le attività mature. L'uscita definitiva dal capitale ha però combinato un'operazione di Buyback e un Management Buyout. Tra il 2016 e il 2018, la holding ha riacquistato azioni proprie da ICON per 93,5 milioni di euro, mentre il management team ha acquisito l'1% del capitale e ha assunto il controllo operativo. Il fondo ha infine portando a termine il disinvestimento nel marzo 2019 con la vendita del residuo 17,8% di OVS a Tamburi Investment Partners.

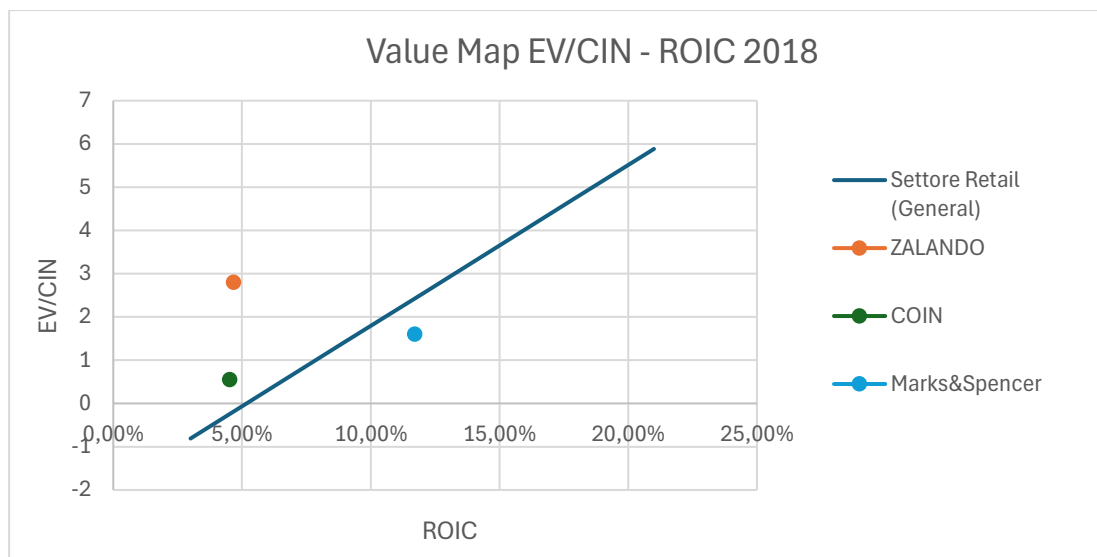
L'efficacia di tale percorso di risanamento è validata dall'analisi delle **Value Maps**, che confrontano i multipli di mercato con le performance industriali negli anni 2014 (piena fase di risanamento) e 2018 (post-risanamento). È opportuno premettere che i multipli di mercato non sono stati utilizzati come metodologia primaria per la valutazione del gruppo per precise ragioni metodologiche. Sebbene l'EV/Sales del gruppo Coin risulti estremamente vicino alle medie del settore retail general, con un valore di 0,55 rispetto allo 0,48 di settore nel 2014 e di 0,42 rispetto allo 0,47 nel 2018, l'applicazione diretta di tali parametri avrebbe rischiato di non riflettere appieno la delicatezza di una fase di transizione così complessa. L'EV/CIN del gruppo si è invece mantenuto nettamente inferiore alla media settoriale (0,67 contro 1,84 nel 2014; 0,55 contro 1,38 nel 2018). Per il 2014, in fase pre-IPO, una valutazione rigorosa basata sui multipli avrebbe richiesto il reperimento di dati di transazioni private comparabili per periodo storico, area geografica e stadio di crisi. Sarebbe stata un'operazione quasi impossibile data la scarsa trasparenza del mercato non quotato. Le Value Maps servono quindi per un

confronto strategico a posteriori. Per un'analisi più specifica sulla parte quotata del gruppo si rimanda al paragrafo 4.2.

Rispetto ai peer di settore, il gruppo Coin mostra una stabilità maggiore. Analizzando la relazione tra **EV/CIN e ROIC**, emerge come nel 2018 il gruppo sia riuscito a bilanciare valore e rendimento del capitale, nonostante la crisi strutturale del retail europeo.

Tale congiuntura è esemplificata dal crollo del competitor Marks & Spencer, il cui EV/CIN è scivolato da 6,09 a 1,60 (sotto le medie di settore per il suo livello di ROIC). Il ROIC della società si è ridotto dal 22,97% del 2014 all'11,70% del 2018, mentre il dato del gruppo Coin è rimasto stabile intorno al 4,5%. Questo andamento evidenzia come l'azienda abbia risentito della crisi settoriale in misura inferiore rispetto ai concorrenti caratterizzati da una struttura asset-heavy. La selezione di Zalando mostra invece come il mercato riconoscesse valutazioni superiori alle aziende growth e native digitali rispetto ai concorrenti tradizionali. Nel 2018 infatti l'azienda registrava un multiplo EV/CIN pari a 2,80 rispetto a un ROIC simile a quello di Coin, a conferma di un distacco netto dai peer tradizionali.

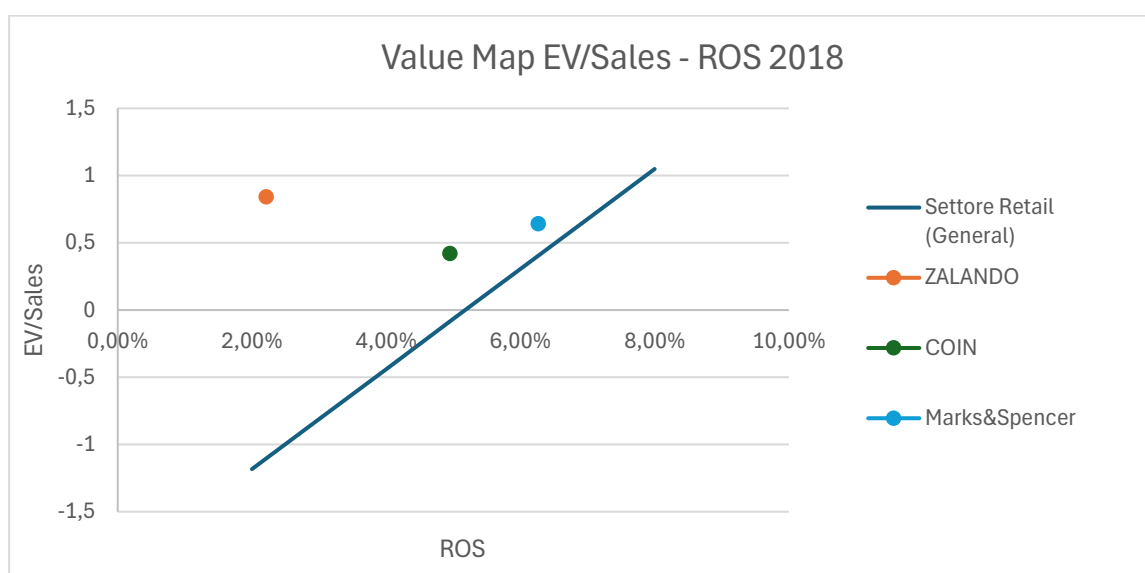
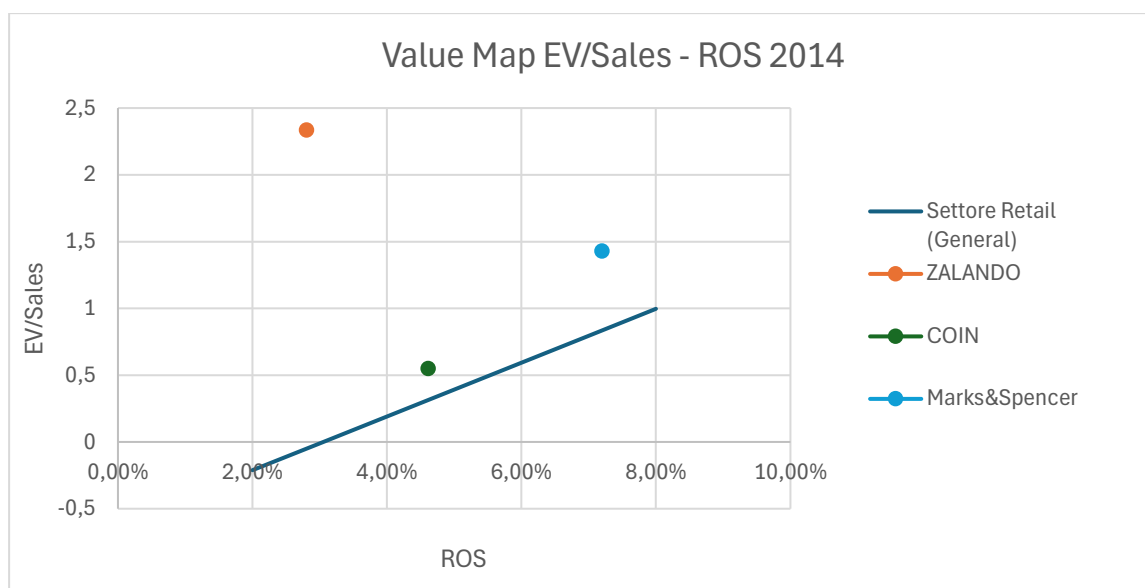




Grafici - Value Map EV/CIN - ROIC (2014 -2018). Elaborazione su Bilanci gruppo COIN 2014-2018, Financial Statement Marks&Spencer 2014 - 2018 e dati medi settore retail general (Damodaran)

Analogamente, la mappa **EV/Sales rispetto al ROS** evidenzia la riuscita stabilizzazione post-risanamento, confermando come le vendite rappresentino il metro di confronto più idoneo per il settore retail.

I dati confermano questa tesi: mentre un competitor storico come Marks & Spencer subiva una contrazione verticale, vedendo il proprio EV/Sales crollare da 1,43 (2014) a 0,64 (2018) a fronte di un calo del ROS dal 7,20% al 6,27%, il gruppo Coin ha mostrato una resilienza distintiva. Non ha solo mantenuto un ROS stabile (passando dal 4,62% del 2014 al 4,95% del 2018), ma ha preservato un multiplo EV/Sales coerente con le medie di mercato (0,42 vs 0,47 del settore nel 2018). Questo allineamento attesta la capacità del management di proteggere il valore generato dalle vendite e la marginalità operativa, nonostante il contesto di crisi del retail tradizionale.



Grafici - Value Map EV/Sales - ROS (2014 -2018). Elaborazione su Bilanci gruppo COIN 2014-2018, Financial Statement Marks&Spencer 2014 - 2018 e dati medi settore retail general (Damodaran)

Per la costruzione delle mappe, si è adottato un tasso di crescita a lungo termine (g) dell'1,5% e un WACC di settore (Damodaran) pari al 6,47% per il 2014 e al 4,19% per il 2018. Tale tasso risulta realistico e coerente con le capacità effettive della società, posizionando il ROIC teorico del modello in linea con il punto medio di settore. Un'analisi ancora più accurata di tali dinamiche, focalizzata sulla piena coerenza tra comparables quotate, viene rimandata al paragrafo 4.2 con lo studio di OVS S.p.A. come entità autonoma.

La valutazione DCF allo scenario 2018 restituisce un Equity Value di 307,7 milioni di euro, dato che risulta triplicato rispetto ai 109,5 milioni del 2011, confermando un risanamento finanziario riuscito che ha permesso al fondo di realizzare una way-out

totale stimabile in circa 423,17 milioni di euro. Tale importo incassato da BC Partners mostra come il fondo sia riuscito a monetizzare adeguatamente l'investimento, confermato anche dal MOIC di circa 1,41 (>1). Nonostante ciò, la complessità della manovra di turnaround del gruppo ha richiesto che gran parte delle risorse reperite con lo spin-off di OVS, che ha apportato come vedremo oltre 900 milioni di euro di capitale grazie alla quotazione, fossero impiegate inizialmente per il rimborso del debito. L'incasso dei profitti solamente nelle fasi finali del processo di risanamento da parte del fondo, soprattutto tra il 2015 e il 2018, ha perciò prodotto un TIR pari a circa 6,28% ($<$ WACC del gruppo). Per BC Partners, dunque, l'investimento sembrerebbe non aver soddisfatto pienamente le aspettative, ma ha certamente consentito ai rami aziendali efficienti del gruppo di operare autonomamente. È stato inoltre fondamentale per risanare la struttura finanziaria insostenibile preesistente.

È tuttavia importante precisare che la valutazione unita non riflette appieno il reale valore generato: la separazione dei business model ha permesso di eliminare il conglomerate discount intrinseco nella holding. Come verrà esaminato nel paragrafo 4.2, il posizionamento di OVS come entità autonoma e leader del settore retail europeo permette un confronto più accurato con le medie di settore, dimostrando che il valore delle singole componenti indipendenti è superiore alla somma del gruppo integrato, poiché l'autonomia ha permesso a ciascun ramo di ottimizzare i propri flussi prospettici senza i vincoli derivanti da modelli di business incongruenti.

4.2 OVS S.p.A.: dalla separazione strategica alla stabilizzazione finanziaria e crescita per linee esterne

Il consolidamento dei risultati ottenuti dal gruppo Coin, analizzato nel paragrafo precedente come un'entità teoricamente unitaria fino al 2018, trova la sua massima applicazione pratica nell'analisi di OVS S.p.A. come entità autonoma post-quotazione. L'obiettivo di questo paragrafo è dimostrare come le strategie di turnaround descritte nel capitolo 3 e applicate al gruppo Coin non abbiano soltanto garantito la sopravvivenza del perimetro aziendale, ma abbiano attivato un reale processo di creazione di valore e di going concern, riportando la società a un ruolo di leadership settoriale.

L'analisi parte dai concetti anticipati nel paragrafo 4.1. Il risanamento dell'intero gruppo Coin si è riflettuto direttamente su OVS, la quale ha beneficiato della separazione

strategica per eliminare il conglomerate discount. Seguendo la medesima metodologia applicata al gruppo, è stata effettuata la riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico di OVS, utilizzando per quest'ultimo i valori Adjusted derivanti dalle analisi di financial due diligence del management per isolare le componenti non ricorrenti e riflettere la reale capacità di generazione reddituale del business. Nello specifico, l'EBITDA Adjusted di OVS è passato dai 179,6 mln € del 2015 ai 196,6 mln € del 2017, per poi rimanere stabilmente positivo nell'esercizio seguente (144,2 mln nel 2018), mantenendo anche una marginalità sulle vendite (ROS) del 5,87% nel 2018, dato superiore alla media dei retailer tradizionali.

Attraverso la costruzione del modello waterfall, sono stati stimati i Free Cash Flow (FCF) della società, che evidenziano una solida generazione di cassa operativa netta (FCFO) di 137,7 mln di euro nel 2015 e rimasta positiva per tutto il triennio in esame. Il valore negativo di FCFO riscontrato nel 2020 rispecchia la complessità operativa delle aziende nel primo anno di pandemia da COVID-19, in particolare per un settore già colpito da una crisi macroeconomica come il retail tradizionale anche a causa dell'ingresso di nuovi competitor digitali. Tuttavia, nel periodo 2015-2018 tali flussi hanno permesso di sostenere un piano di investimenti costante (Net CAPEX medio di circa 60 mln € annui) mantenendo al contempo un FCFF positivo. I flussi sono stati successivamente utilizzati per una valutazione tramite Discounted Cash Flow, riscontrando effettivamente quanto anticipato nel 4.1, ovvero che il conglomerate discount era eliminato dalla ritrovata autonomia del business model. I risultati confermano che l'indipendenza operativa e direttiva ha permesso al mercato di valorizzare appieno il modello di business fast-fashion, precedentemente frenato dalla convivenza con il modello asset-heavy dei department store. La neutralizzazione del discount è provata dal confronto dei fondamentali di valore, che mostrano un Enterprise Value per OVS nel 2015 pari a 1.066,8 milioni di euro (con un Equity Value di 831,8 mln €), mentre l'intero gruppo Coin consolidato, nello stesso esercizio, esprimeva un Enterprise Value di soli 741,2 milioni e un Equity Value di 418,7 milioni. Tale dinamica si accentua nel 2018, anno in cui la sola OVS mantiene un Enterprise Value di 1.105,9 a fronte dei 718 del gruppo unitario.

Anno	Values	Gruppo		Differenza
		COIN	OVS	

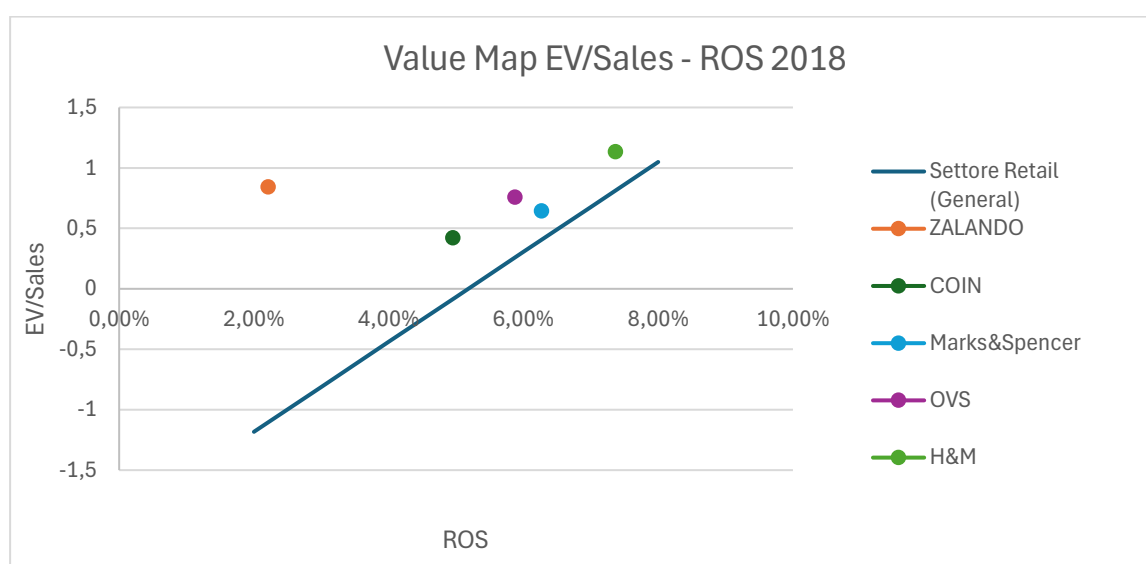
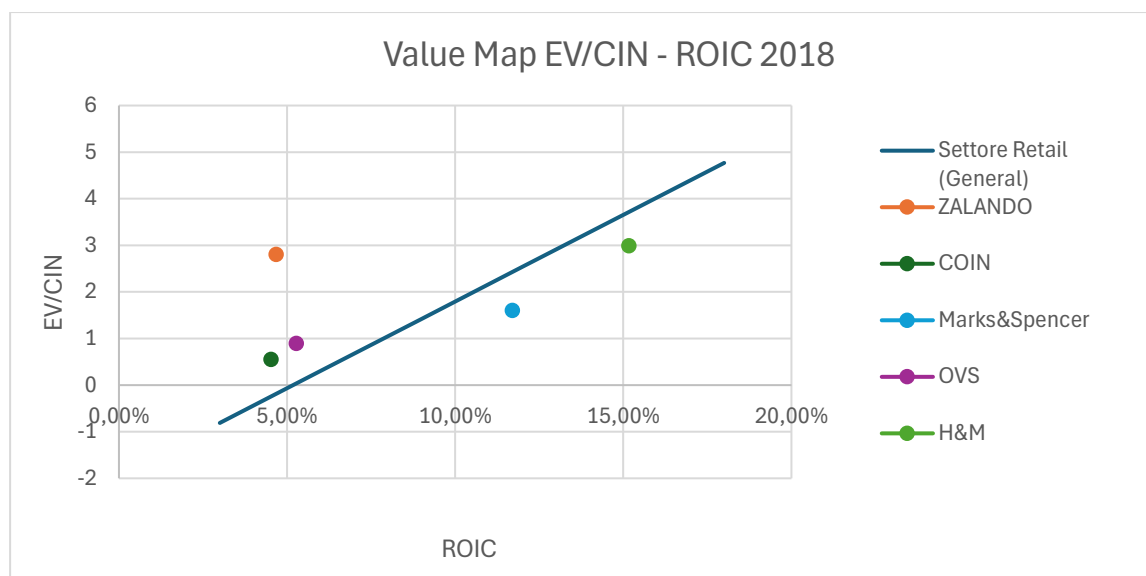
2015	Enterprise Value	740,4	1.066,80	44%
	Equity Value	417,9	831,8	99%
2018	Enterprise Value	717,2	1.105,90	54%
	Equity Value	306,9	741	141%

Tabella - Enterprise Value ed Equity Value gruppo COIN vs. OVS stand-alone. Risultati della valutazione con il metodo dei DCF.

Il successo dello spin-off è ulteriormente validato dal profilo di rischio finanziario. Infatti, il WACC di OVS nel periodo 2015-2020 è stato calcolato al 5,79%, riflettendo una struttura del capitale ottimizzata con una PFN Adjusted sempre compresa tra i 200 e i 400 mln di euro con un patrimonio netto notevolmente più elevato. Il leverage conferma tale equilibrio, rimanendo inferiore a 0,5 per tutta la durata analizzata. Solo dopo il 2018 risulta crescere al di sopra di 1,5 a causa dell'adozione del principio contabile internazionale IFRS 16, con cui i contratti di leasing sono stati iscritti in bilancio mediante il riconoscimento dei diritti di utilizzo dei beni in leasing tra le attività e dei corrispondenti debiti finanziari per leasing tra le passività, e questi ultimi hanno aumentato contabilmente la PFN. Tuttavia, il valore rimane inferiore alle soglie limite analizzate nel capitolo 1 (di massimo 2-3), a conferma della ritrovata stabilità finanziaria dopo il risanamento del gruppo tra il 2011 e il 2015.

Sotto il profilo comparativo, OVS è stata messa a confronto con le medie di settore del 2018, identificando in H&M il peer più coerente per modello operativo (fast-fashion) e presenza geografica. Sebbene OVS presenti multipli di mercato e indicatori di performance quali ROIC e ROS più contenuti rispetto al colosso svedese (ROS di 7,36% per H&M contro il 5,87% di OVS nel 2018), il posizionamento risulta proporzionalmente in linea con il segmento fast-fashion del settore retail general. Al fine di preservare la coerenza con quanto analizzato nel paragrafo 4.1, si è scelto di mantenere il gruppo Coin (considerato nella sua interezza) e Marks & Spencer come parametri di riferimento per il settore dei department store. L'inserimento di Zalando tra i comparables risponde, invece, all'esigenza di documentare la profonda divergenza nelle valutazioni tra retail tradizionale e online. Nel 2018, infatti, la componente growth insita nel modello e-

commerce garantiva alle realtà digital-native multipli di mercato sensibilmente più elevati rispetto agli operatori tradizionali.



Grafici - Value Map EV/CIN - ROIC e EV/Sales - ROS (2018) con OVS e H&M. Elaborazione su Bilanci OVS 2018, Financial Statement H&M 2018 e dati medi settore retail general (Damodaran)

Il percorso di OVS post-quotazione rivela una dinamica gestionale complessa, poiché se da un lato la società ha saputo sfruttare il risanamento finanziario operato dal fondo BC Partners per riposizionare il brand come leader nel fast-fashion, dall'altro l'analisi quantitativa evidenzia criticità emergenti nella gestione del capitale circolante. Tra il 2015 e il 2018, infatti, si è assistito a un netto peggioramento del CCNO, passato da un valore fisiologicamente negativo di -8,1 milioni a oltre 158,4 milioni, segnalando un rallentamento nella rotazione delle scorte e una minore efficienza nel ciclo di incassi e pagamenti. Nonostante tale assorbimento di risorse, OVS è riuscita a mantenere flussi di

cassa operativa sostanzialmente positivi grazie alla solidità dei margini industriali, come dimostra l'EBITDA Adjusted che, pur flettendo nel 2018 a 144,2 milioni (dai 196,6 mln € del 2017), ha continuato a garantire l'autofinanziamento necessario per sostenere la struttura stand-alone.

In conclusione, il caso OVS conferma che le strategie di turnaround adottate dal gruppo non sono state mere manovre di sopravvivenza, ma hanno consentito alle singole componenti di riprendere la continuità aziendale in un'ottica di creazione del valore nel lungo periodo, sancendo il ritorno della società ai vertici del mercato di riferimento.

Conclusioni

Il percorso di ricerca condotto in questo elaborato permette di trarre riflessioni rilevanti sull'efficacia delle strategie di ristrutturazione nelle imprese in crisi. Il lavoro ha dimostrato che la valutazione di un'azienda in difficoltà deve necessariamente spostarsi verso un'analisi dei valori di mercato capace di superare la rigidità dei soli dati contabili. Lo studio ha evidenziato come la sostenibilità di un piano di risanamento risieda nella capacità di ristabilire un equilibrio tra il valore complessivo dell'attività e l'esposizione finanziaria, creando le condizioni affinché la gestione torni a generare flussi di cassa stabili nel tempo.

L'esame delle diverse manovre di restructuring mostra che gli interventi operativi sui costi e sul capitale circolante sono indispensabili ma spesso insufficienti se non accompagnati da operazioni di finanza straordinaria. Queste ultime forniscono la flessibilità necessaria per superare i limiti strutturali imposti dalla crisi e permettono di attuare un riassetto profondo della struttura finanziaria. Tale passaggio risulta necessario per restituire all'impresa una forma del passivo coerente con i tempi della ripresa industriale poiché solo attraverso una corretta articolazione delle scadenze e dei costi del capitale diventa possibile proteggere l'operatività corrente. Un equilibrio finanziario ritrovato consente infatti al management di liberare risorse mentali e materiali per focalizzarsi esclusivamente sul rilancio del business e sulla strategia competitiva di lungo periodo.

Il caso del Gruppo Coin mette in pratica questo approccio e mostra come il successo di un turnaround possa dipendere dalla capacità di risolvere le incongruenze strategiche interne. Un'operazione di ristrutturazione complessa come quella analizzata ha permesso di separare modelli di business con logiche opposte come la componente pesante dei grandi magazzini Coin e il segmento dinamico del fast fashion rappresentato da OVS. Questa manovra è stata indispensabile per alleggerire la struttura complessiva e ha portato alla ripresa della parte sana del gruppo.

Attraverso lo spin-off definitivo la società è riuscita a isolare le aree con maggiori prospettive di crescita proteggendole dalle criticità della capogruppo e permettendo loro di attrarre capitali in modo indipendente. Tale percorso ha portato alla quotazione sul mercato e alla massimizzazione del valore sia dell'asset che per gli azionisti

confermando che la valorizzazione di un ramo performante può essere la chiave per il successo dell'intera strategia di rilancio.

In definitiva la tesi conferma che la crisi d'impresa rappresenta una fase di discontinuità che può essere superata attraverso un coordinamento rigoroso tra efficienza gestionale e finanza strutturata. Il successo di un piano di risanamento risiede nella capacità di rigenerare il valore industriale trasformando una situazione di criticità in una nuova fase di sviluppo sostenibile per le componenti aziendali competitive.

Bibliografia

- Aida - Bureau Van Dijk: Bilanci storici e dati societari del Gruppo Coin (periodo 2010-2018).
- Airoldi, G., Brunetti, G., & Coda, V. (1994). *Economia aziendale*. Il mulino.
- Alford, A. W. (1992). The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method. *Journal of Accounting Research*, 30(1), 94-108.
- Altman, E. (1983), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, Wiley.
- Altman, E. I. (1968). *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*. *Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- ANFIA (2020). *Rapporto sul settore automotive in Italia*. <https://leasenews.it/news/dati-di-settore/industria-autoveicolistica-mondiale-2010-2019-report-anfia>
- Arzac, E. R. (2004). Valuation for mergers, buyouts and restructuring.
- Banca d'Italia (2010). *Relazione Annuale sul 2009. Esercizio centosedicesimo*. Roma, 31 maggio 2010. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2010/rel10_totale.pdf
- Barker, R. G. (1999). Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price-earnings ratio valuation models. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(3-4), 393-418.
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2019). *Strategic management and competitive advantage* 6e. Pearson Education Limited.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71-111. https://scholar.google.com/scholar?hl=it&as_sdt=0%2C5&q=Beaver%2C+W.+H.+%281966%29.+Financial+Ratios+as+Predictors+of+Failure.+Journal+of+Accounting+Research%2C+4%2C+71-111.&btnG=
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2024). *Corporate Finance* (6th ed.). Pearson.
- Bibeault, D. B. (1982). *Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers into Winners!*. McGraw-Hill.
- Boyne, G. A., & Meier, K. J. (2009). Environmental Change, Human Resources and Organizational Turnaround. *Journal of Management Studies*, 46(5), 835–863.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Edmans, A. (2023). *Principles of Corporate Finance* (14th ed.). McGraw-Hill Education.

- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2019). *Financial Management: Theory & Practice*. Cengage Learning.
- Bruner, R. F. (2004). *Applied mergers and acquisitions*. John Wiley & Sons.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of financial Economics*, 97(3), 470-487.
- Caselli, S. (2023). Private Equity and Venture Capital. Università Bocconi. https://didattica.unibocconi.it/ts/tsn_anteprema.php?cod_ins=20260&anno=2024&or_din=IR&IdPag=6625
- Cerved (2021). *Rapporto Cerved PMI 2021*. <https://www.garanziaetica.it/wp-content/themes/garanzia/files/pubblicazioni/CERVED%20-%20Rapporto%20PMI%202021.pdf>
- Cheng, C. A., & McNamara, R. (2000). The valuation accuracy of the price-earnings and price-book benchmark valuation methods. *Review of quantitative finance and accounting*, 15(4), 349-370.
- Christensen, C. M. (2015). *The innovator's dilemma: when new technologies cause great firms to fail*. Harvard Business Review Press. <http://soloway.pbworks.com/w/file/fetch/46695705/The%20Innovators%20Dilemma.pdf>
- CNDCEC – Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. (2025). *Valutazione aziende in crisi: criticità e spunti di riflessione*. Documento di ricerca di agosto 2025. https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2025/08/Guida-Operativa-Valutazione-aziende-in-crisi-def-2025_08_06-rev.pdf
- CNDCEC (2019). Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. <https://www.osservatorio-insolvenza.it/wp-content/uploads/2021/12/Documento-CNDCEC-20-ottobre-2019-Crisi-dimpresa-Indici-dellallerta-1-1.pdf>
- Coda, V. (1988). *L'orientamento strategico dell'impresa*. Unione Tip.-Ed. Torinese.
- Cumming, D., & Dai, N. (2010). Local bias in venture capital investments. *Journal of empirical finance*, 17(3), 362-380.
- D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14. *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza a norma dell'articolo 15 della legge 19 ottobre 2017, n. 155*. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana.

- Damodaran Online (Data Archives): Beta di settore, Market Risk Premium e margini operativi per il settore Retail.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html
- Damodaran, A. (2005). *The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials*. Stern School of Business, New York University.
<https://pages.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/controlvalue.pdf>
- Damodaran, A. (2009). *The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses*. Ft Press.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2014). *Applied corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Datar, S. M., & Rajan, M. V. (2021). *Horngren's Cost Accounting: A Managerial Emphasis* (17th Global ed.). Pearson Education.
- Decreto Legislativo 9 gennaio 2006, n. 5, "Riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali", Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, n. 12, 16 gennaio 2006.
- Degeorge, F., Martin, J., & Phalippou, L. (2016). *On secondary buyouts*. Journal of Financial Economics, 120(1), 168-191.
- Della Rocca, S., & Grieco, F. (2019). *Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: primo commento al D. lgs. n. 14/2019*. Wolters Kluwer.
- Deloitte & Assifact (2023). *Il Factoring come strumento per il rilancio delle imprese in crisi*. Report tecnico Assifact. <https://www.assifact.it/wp-content/uploads/2023/11/20231130-Il-Factoring-per-il-Rilancio-delle-Imprese-in-Crisi.pdf>
- Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The journal of finance*, 59(2), 537-600.
- Eidenmüller, H. (2017). Contracting for a European Insolvency Regime. *European Business Organization Law Review*, 18(2), 273–304.
- Eurostat (2024). *R&D expenditure*. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=R%26D_expenditure
- Fabiani, M. (2019). *La struttura finanziaria del concordato preventivo* (pp. 1-336). Zanichelli Editore.

- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The journal of finance*, 50(1), 131-155.
https://www.ivey.uwo.ca/media/3775516/size_and_book-to-market_factors.pdf
- Fauceglia, G. (2019). *Il nuovo diritto della crisi e dell'insolvenza (d. lgs. 12 gennaio 2019, n. 14)*. Giappichelli.
- Fauceglia, G., & Panzani, L. (Eds.). (2009). *Fallimento e altre procedure concorsuali*. UTET giuridica.
- Feldman, E. R. (2020). Corporate strategy: Past, present, and future. *Strategic Management Review*, 1(1), 179-206.
- Ferguson, N. (1999). *The House of Rothschild: Volume 1: Money's Prophets: 1798-1848* (Vol. 1). Penguin.
- Fernández, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. Elsevier.
- Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.
- Garrido, J. M., DeLong, C., Rasekh, A., & Rosha, A. (2021). *Restructuring and Insolvency in Europe: Policy Options in the Implementation of the EU Directive*. IMF Working Paper No. 152.
- Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley & Sons.
- Gilson, S. C. (2010). *Creating Value Through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*. John Wiley & Sons.
- Gordon, M. J. (1962). *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*.
- Grant, R. (2021), *Contemporary Strategy Analysis*, Wiley.
- Grant, R. M. (1996). Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic management journal*, 17(S2), 109-122.
- Guatri, L. (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea.
- Guatri, L. (Ed.). (1988). *Trattato di economia delle aziende industriali: Secondo*. Egea.
- Guatri, L., & Bini, M. (2021). *La valutazione delle aziende*. EGEA spa.
- Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *The journal of finance*, 27(2), 435-452.

- Hennessy, C. A. (2004). Tobin's Q, debt overhang, and investment. *The Journal of Finance*, 59(4), 1717-1742.
- Hofer, C. W. (1980). Turnaround Strategies. *Journal of Business Strategy*, 1(1), 19–31.
- Hotchkiss, E. S., Smith, D. C., & Strömberg, P. (2021). Private equity and the resolution of financial distress. *The Review of Corporate Finance Studies*, 10(4), 694-747.
- IFRS Foundation (2014). *IFRS 9 Financial Instruments*. International Accounting Standards Board (IASB). <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/>
- IFRS Foundation (2023). *IAS 32 Financial Instruments: Presentation*. <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2023/issued/part-a/ias-32-financial-instruments-presentation.pdf?bypass=on>
- Infostat – Banca d'Italia: Rendimenti dei Titoli di Stato (BTP 10 anni). <https://infostat.bancaditalia.it/inquiry/home?spyglass/taxo:CUBESET=&ITEMSELEZ=&OPEN=false/&ep:LC=IT&COMM=BANKITALIA&ENV=LIVE&CTX=DIFF&IDX=1&/view:CUBEIDS=BMK0100>
- International Valuation Standards Council (IVSC). (2022). *International Valuation Standards (IVS)*. https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/ivsc/international_valuat/assets/IVS-effective-31-Jan-2022.pdf
- Intesa Sanpaolo - Direzione Studi e Ricerche (2015). *Economia e finanza dei distretti industriali. Rapporto n. 8*. Milano: Intesa Sanpaolo. https://group.intesasanpaolo.com/content/dam/portalgroup/repository-documenti/research/it/economia-e-finanza-dei-distretti/8_Economia%20e%20finanza%20dei%20distretti%20industriali.pdf
- Irrera, M. (2023). Dal fallimento al diritto della crisi. In *Lineamenti di diritto della crisi e dell'insolvenza* (pp. 1-45). ZANICHELLI.
- ISTAT (2022). *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi*. <https://www.istat.it/storage/settori-produttivi/2022/Rapporto-competitivit%C3%A0.pdf>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

- John, K., Lang, L., & Netter, J. (1992). The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline. *Journal of Finance*, 47(3), 891–917.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of economic perspectives*, 23(1), 121-146.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*.
- Kotler, P., & Keller, K. L. (2016). *Marketing Management 15th Global Edition*. England: Pearson Educationn Limited.
- KPMG (2025). *La Due Diligence nell'ambito dei processi di M&A*. Materiale didattico presentato presso l'Università Ca' Foscari Venezia, Dipartimento di Economia e Finanza, Corso di Finanza Strategica, 10 dicembre 2025.
- Levit, D., Malenko, N., & Maug, E. (2023). *The voting premium* (No. w31892). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31892/w31892.pdf
- Lintner, J. (1975). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. In *Stochastic optimization models in finance* (pp. 131-155). Academic Press.
- Lo Cascio, G. (2019). Il codice della crisi di impresa e dell'insolvenza: considerazioni a prima lettura. *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 3, 263-277.
- Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017). Initial public offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. *Foundations and Trends® in Finance*, 11(3–4), 154-320.
- Massari, M., Gianfrate, G., & Zanetti, L. (2016). *Corporate valuation: Measuring the value of companies in turbulent times*. John Wiley & Sons.
- Meier, J. M., & Servaes, H. (2014). *Distressed acquisitions*.
- Meitner, M. (2006). *The market approach to comparable company valuation*. Heidelberg: Physica-Verlag HD.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of finance*, 29(2), 449-470.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture capital and the finance of innovation*. John Wiley & Sons.

- Miles, J. A., & Ezzell, J. R. (1980). The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. *Journal of financial and quantitative analysis*, 15(3), 719-730.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, 53(3), 433–443.
- Mullins, J. (2014). *The customer-funded business: Start, finance, or grow your company with your customers' cash*. John Wiley & Sons.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. The Journal of Finance, 39(3), 574–592.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of accounting research*, 109-131.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- OIC - Organismo Italiano di Contabilità (2014). *Principio Contabile OIC 28: Patrimonio Netto*. <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2014/09/2014-08-05-OIC-28-Patrimonio-netto.pdf>
- OIC - Organismo Italiano di Contabilità (2014). *Principio Contabile OIC 28: Patrimonio Netto*. <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2014/09/2014-08-05-OIC-28-Patrimonio-netto.pdf>
- Onida, P. (1971). *Economia d'azienda*. UTET.
- OVS S.p.A. (2015). *Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione e all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario delle azioni ordinarie di OVS S.p.A., approvato da Consob*. https://www.borsaitaliana.it/prospetti-informativi/1709pros_1_it.pdf
- Pajardi, P., & Paluchowski, A. (2008). *Manuale di diritto fallimentare*. Giuffrè Editore.
- Panizza, A. (2023). Adeguati assetti organizzativi, amministrativi, contabili e codice della crisi: aspetti (teorici ed) operativi. *Il Caso*. https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/uploads/admin_files/panizza-03-02-2023-RA-7c846.pdf

- Panzani, L. (2022). La composizione negoziata alla luce della Direttiva Insolvency. *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 109.
- Pearce, J. A., & Robbins, K. (1993). Toward Improved Theory and Research on Business Turnaround. *Journal of Management*, 19(3), 613–636.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Pinto, J. E. (2020). *Equity asset valuation*. John Wiley & Sons.
- Poddighe, F., & Madonna, S. (Eds.). (2006). *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*. Giuffrè Editore.
- Porter, M. E. (2008). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Simon and Schuster.
- Pratt, S. P. (2022). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 6th Edition, McGraw Hill Professional.
- Rordorf, R. (2019). Prime osservazioni sul codice della crisi e dell'insolvenza. *Milano, Ipsoa*.
- Rose, A. M. (2022). SPAC mergers, IPOs, and the PSLRA's safe harbor: Unpacking claims of regulatory arbitrage. *Wm. & Mary L. Rev.*, 64, 1757.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2021). *Investment banking: valuation, LBOs, M&A, and IPOs*. John Wiley & Sons.
- Ruback, R. S. (2002). Capital cash flows: a simple approach to valuing risky cash flows. *Financial management*, 85-103.
- Sanzo, S. & Burrioni, D. (a cura di) (2019). *Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*. Zanichelli.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Shin, H. H., & Soenen, H. L. (1998). *Efficiency of working capital and corporate profitability*.
- Slatter, S. S. P., & Lovett, D. (1999). *Corporate recovery: Managing companies in distress*. Beard Books.

- Slatter, S., Lovett, D., & Barlow, L. (2006). *Leading corporate turnaround: How leaders fix troubled companies*. John Wiley & Sons.
- Stanghellini, L. (2007). *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia* (pp. 1-371). Bologna: Società Editrice Il Mulino.
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis. *British Journal of Management*, 12(3), 183–199.
- Teece, D., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic Capabilities and Strategic Management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509–533.
- Unioncamere, Area Studi Mediobanca & Centro Studi Tagliacarne (2022). *Le Medie imprese industriali italiane (2011-2020)*. Roma: Unioncamere. <https://www.unioncamere.gov.it/sites/default/files/articoli/2022-06/Le%20Medie%20imprese%20industriali%20italiane%20%282011-2020%29.pdf>
- Vernimmen, P., Quiry, P., & Le Fur, Y. (2022). *Corporate finance: theory and practice*. John Wiley & Sons.
- Vernimmen, P., Quiry, P., & Le Fur, Y. (2022). *Corporate finance: theory and practice*. John Wiley & Sons.
- Wangerin, D. (2019). M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344–2378.
- Wright, M., Amess, K., Bacon, N., & Siegel, D. S. (Eds.). (2018). *The Routledge companion to management buyouts* (pp. XXV-551). Abingdon and New York: Routledge.