



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

***Analisi e valutazione della crisi  
d'impresa, ridefinizione dell'assetto  
strategico***

**Relatore**

Prof.ssa Maria Silvia Avi

**Laureando**

Stefano Bettio

843379

**Anno Accademico**

2017/2018





## ***Ringraziamenti***

Desidero ringraziare la mia professoressa Maria Silvia Avi, relatore di questa tesi, per la grande disponibilità e cortesia prestata. Ringrazio inoltre la mia famiglia Silvia, Roberto e Giulia per avermi dato la possibilità di raggiungere questo traguardo, per me molto significativo. Ho affrontato questo percorso con molta determinazione ed interesse, sicuramente cercherò di migliorare in futuro le mie competenze in ambito economico magari conseguendo un master di secondo livello. L'università se fatta nel modo giusto ti permette di acquisire un buon bagaglio culturale spendibile e di riscoprire sé stessi. Ringrazio infine la mia ragazza Alessia, che ha saputo sostenermi nei momenti difficili con molto affetto.

***Due strade trovai nel bosco e io scelsi quella meno battuta, ed è per questo che sono diverso.***

*Robert Frost*



## INDICE

ABSTRACT .....	9
INTRODUZIONE .....	12
CAPITOLO 1 .....	14
1.1 LA CRISI D'IMPRESA.....	14
1.2.1- Definizione di Crisi.....	14
1.2.2 – Le cause della crisi .....	22
1.2.3 – Valutazione ed analisi della crisi .....	32
1.2.4 - L'impresa e il processo di risanamento aziendale .....	55
CAPITOLO 2 .....	79
2.2 - LA STRATEGIA DI RISANAMENTO AZIENDALE.....	79
2.2.1 – Attività di diagnosi della crisi d'impresa .....	79
2.2.2- L'analisi della strategia di risanamento aziendale .....	99
2.2.3 – La formulazione del piano di risanamento .....	127
CAPITOLO 3 .....	139
3.2. INTERVENTI DI RISANAMENTO AZIENDALE .....	139
3.2.1. Gli interventi attuabili per il risanamento.....	139
3.2.2. Gli interventi sul piano industriale e finanziario .....	151
3.3.3. Gli interventi attuabili sul passivo ed attivo societario.....	165
3.3.4. Riassetto economico, organizzativo e rapporto con gli intermediari finanziari.....	175
CAPITOLO 4 .....	182
4.2 IL PROCESSO DI TURNAROUND.....	182
4.2.1 – La definizione del piano di Turnaround.....	182
4.2.3 – Le diverse fasi del processo di Turnaround.....	201

4.2.4 – Gli interventi di maggiore urgenza e la ridefinizione dell’assetto strategico, legato alla governace aziendale .....	212
CAPITOLO 5 .....	217
5.2 – LA COOPERAZIONE TRA PMI ED INTERMEDIARI FINANZIARI .....	217
5.2.1 – Le combinazioni delle fonti di finanziamento .....	218
5.2.2 – Ciclo di vita societario e fabbisogno finanziario.....	230
5.2.3 – Il finanziamento d’impresa mediante il capitale di rischio .....	237
5.2.4 – l’accesso al credito .....	246
CAPITOLO 6 .....	255
6.1 REPERIMENTO DEL CAPITALE DI RIUSCHIO, AL PASSO CON L’INNOVAZIONE.....	255
6.2 – MODALITA’ DI REPERIMENTO DEL CAPITALE DI RISCHIO .....	255
6.2.1 – Innovazione, crescita del sistema finanziario .....	255
6.2.2 – Il ruolo del Private Equity e Venture Capital .....	265
6.2.3 – Le diverse modalità di investimento, rischio e durata dell’operazione.....	275
6.2.4 – Il ruolo dei Business Angels .....	286
CONCLUSIONE .....	295
BIBLIOGRAFIA CITATA E CONSULTATA.....	298



## **ABSTRACT**

Mediante questa tesi ho voluto approfondire la tematica della crisi d'impresa e le differenti modalità di superamento della stessa. Ossia quando la singolare entità economica non riesce più ad attribuire un adeguato plusvalore generabile ai portatori di interessi ed il processo di sviluppo e consolidamento s'interrompe per lasciar spazio a condizioni anomale che potrebbero compromettere la sua esistenza all'interno del sistema economico. L'obiettivo del seguente lavoro è stato quello di poter delineare e fornire in linea generale un quadro completo della situazione di inefficienza ed un iter efficace metodologico per poter definire un corretto sistema di diagnosi sotto il profilo finanziario, reddituale e patrimoniale che consenta di poter far fronte alla condizione di disequilibrio corrente e riottenere un certo vantaggio competitivo all'interno del mercato di riferimento. Attraverso il primo capitolo si è cercato di fornire e descrivere nella sua globalità la condizione di inefficienza e le diverse cause che potrebbero condurre un soggetto economico a non essere più competitivo nel proprio settore di appartenenza. Inoltre si sono potute delineare le strategie possibili da attuare per poter ristabilire un certo valore generabile all'interno della realtà societaria in linea con il core business aziendale. L'elaborato si è focalizzato sull'attività di diagnosi della crisi d'impresa che rappresenta un fattore strumentale da dover prendere in considerazione, per poter sostenere sotto il profilo argomentativo la finalità principale del seguente elaborato. Il secondo capitolo a mio avviso rappresenta la "chiave di volta" per poter stabilire un corretto percorso strategico in linea con gli obiettivi aziendali per un ritorno al valore sul medio e lungo periodo. Per definire un quadro complessivo e corrente in cui si trova la realtà societaria è fondamentale operare un'analisi sotto il profilo temporale, prendendo in considerazione tre esercizi consecutivi ed in secondo luogo sarà addizionale operare una valutazione espressa in termini spaziali, per poter stabilire una diagnosi complessiva dell'entità economica rispetto agli altri competitors, in relazione al settore di appartenenza. Inoltre per poter elaborare una valutazione complessiva adeguata, dobbiamo poter prendere in considerazione diverse aree che caratterizzano l'organismo imprenditoriale, come per esempio la solidità (Impieghi, fonti e finanziamenti esterni al soggetto economico), solvibilità (rapporto tra entrate ed uscite monetarie correnti, finanziamenti esterni) e redditività (fattori reddituali globali d'impresa) del soggetto economico. Queste aree oggetto di indagine, si sono potute approfondire mediante adeguati controlli ed analisi sotto il

profilo statico (Indici) e dinamico (flussi), inoltre definire un corretto metodo per una valutazione espressa in termini di bontà o meno dell'apparato imprenditoriale, non è stato affatto semplice e mi ha permesso di riorganizzare i differenti processi valutativi per poter definire in modo efficiente la condizione corrente in cui giace il soggetto economico. La situazione di inefficienza imprenditoriale si è potuta appurare mediante strumenti adeguati di indagine che si riferiscono al conto economico (Indici sul piano reddituale) e sistemi di monitoraggio che in modo diretto prendono come punto di riferimento lo stato patrimoniale (Indici finanziari). Da questa condizione iniziale si è cercato di prendere in considerazione i diversi KPI chiave, per poter stabilire in modo razionale un processo valutativo che prenda in considerazione tutte le diverse aree gestionali e sia utile per poter approfondire e derivare un iter di analisi adeguato che consenta di ottimizzare la gestione del soggetto economico. In seguito nei capitoli successivi, nello specifico nel terzo e quarto, si è potuto ampiamente discutere una volta effettuata la diagnosi dell'entità economica, della strategia migliore da conseguire per poter ottenere un certo risultato favorevole, capace di ripristinare la condizione edenica in cui si trovava il soggetto economico, ante crisi. Il processo di risanamento dovrà essere conseguito per ottenere un certo flusso reddituale positivo e ritornare ad una condizione di equilibrio economico e finanziario pre-crisi, inoltre abbiamo visto nel corso di questi capitoli come l'iter di Turnaround potrà essere compiuto tra i 12-18 mesi e come tale processo porterà a definire un certo risultato operativo in crescita. La procedura di risanamento societaria inoltre comprenderà appunto due prospetti differenti i quali potranno essere: Piano Industriale e prospetto finanziario. Il primo abbiamo sostenuto che verrà definito dai vertici dirigenziali e servirà per coordinare tutti i possibili interventi strategici per poter assicurare un ripristino del valore all'interno dell'entità, inoltre il piano industriale potrà prevedere interventi esterni legati alla rinegoziazione dei termini di finanziamento, un ricollocamento dei debiti a medio lungo termine e stabilire le principali modalità di conferimento del patrimonio netto. Il secondo verrà definito dal management con l'aiuto di un consulente esterno ed inoltre sarà delineato sulla base dei flussi reddituali prospettici. Negli ultimi due capitoli invece, il seguente lavoro ha permesso di sottolineare il rapporto esistente tra gli istituti di credito ed impresa, sottolineando ed analizzando nello specifico la nuova disciplina riguardante il merito creditizio che è stata introdotta ed ampliata con gli accordi di Basilea III, prendendo in causa gli aspetti qualitativi e quantitativi, che concernano il contenimento dei requisiti patrimoniali e del patrimonio di vigilanza minimo. In secondo luogo grazie ad alcune ricerche effettuate, si è potuto analizzare nello specifico il contesto in cui operano alcuni soggetti capaci di apportare benefici sotto

il profilo economico e del Knowhow, quali per esempio potrebbero essere i Private Equity e Venture Capital. La loro funzione ad oggi è essenziale per poter sviluppare nuovi progetti imprenditoriali, soprattutto in una fase di seedcapital, senza per forza rivolgersi ad intermediari finanziari.

## ***INTRODUZIONE***

Questo lavoro mi ha permesso di analizzare ed approfondire le dinamiche, che portano un'entità economica verso una condizione di declino o crisi conclamata appurando dal punto di vista operativo come si struttura un processo valutativo di indagine globale legata all'entità, per poter in qualche modo riuscire ad effettuare una diagnosi del soggetto economico in modo efficace ed efficiente.

L'organizzazione e l'analisi condotta dal punto di vista operativo/ teorico, legata ad una realtà economica generale ipotetica, ha presentato numerose difficoltà poiché i sistemi di valutazione potranno essere molteplici da dover prendere in considerazione sia sul piano reddituale che finanziario e sarà essenziale focalizzarsi solo su alcuni indicatori di performance chiave (KPI) per essere in grado di definire in modo razionale la situazione in cui giace l'organismo societario. Nello specifico si potrà appurare come un'entità che non sia in grado di influenzare in modo positivo, sul piano diretto il proprio business di appartenenza debba in primo luogo condurre un' analisi di risultato ( SWOT ), volta a delineare i principali punti di forza e debolezza della realtà societaria ed in secondo luogo debba riorganizzare sul piano gestionale le differenti strategie e processi per strutturare e riorganizzare il soggetto economico, con l'obiettivo primario di poter influenzare i portatori di interesse e riacquisire un certo risultato o plusvalore dal punto di vista operativo. In conclusione, il seguente lavoro si è focalizzato sulla relazione esistente tra impresa ed intermediario finanziario ed ha sottolineato come ad oggi tale legame si sia consolidato, dimostrando che le entità economiche hanno sempre più bisogno di liquidità ingente per far fronte ai propri impegni di breve periodo, in relazione però ad un accesso al credito sempre più difficile da ottenere sulla base del proprio merito creditizio. Si è cercato nello specifico di prendere in considerazione le differenti modalità di finanziamento possibili addizionali, rispetto a quelle tradizionali già esistenti ed inoltre questo ha definito molteplici possibilità di poter far fronte ai propri impegni in modo diretto potendo utilizzare canali strumentali e preliminari, quali per esempio potrebbero essere: Private Equity, Venture Capital e Business Angels. Il seguente lavoro ha permesso di poter esplicitare ed analizzare i diversi profili che potrebbero investire nel capitale di rischio delle singolari entità economiche, in relazione ad un possibile sfruttamento di una leva finanziaria alternativa rispetto a quelle usate tradizionalmente.

# **CAPITOLO 1**

## **1.1 LA CRISI D'IMPRESA**

### **1.2.1- Definizione di Crisi**

Negli ultimi anni le crisi d'impresa sono diventati episodi ricorrenti. Le cronache giornaliere sottolineano come questo fenomeno abbia carattere ciclico e come le diverse situazioni patologiche siano una componente aziendale da prendere in considerazione come un dato permanente. Nel corso di vita dell'impresa, si riscontrano inefficienze che possono essere correlate a situazioni interne, oppure al cambiamento dell'ambiente competitivo esterno in cui opera il soggetto economico. Entrano in crisi interi settori che coinvolgono anche grandi e prospere aziende il cui reddito generato non è sufficiente a produrre valore, si innesca così un circolo vizioso per il quale la restrizione del valore può far ridurre la domanda di prodotto e diventare una vera e propria causa di dissesto finanziario.

Nel mercato attuale ci sono molte imprese che hanno sviluppato capacità in ambiti differenti in base al proprio mercato di riferimento e ciascuna unità di business assume una propria Corporate Strategy.

In primo luogo bisogna analizzare l'ammontare di business che un organismo societario è intenzionato ad affrontare. Possiamo ipotizzare che un'impresa possa prendere in considerazione un'unica unità di business (Mono-Business), oppure diversificare la strategia operando in diverse business unit, anche differenti tra loro, adottando un approccio (Multi Business). Focalizzare l'attenzione su un solo business, ha come vantaggio, da un lato quello di massimizzare la specializzazione dell'impiego, incrementando la qualità del prodotto offerto nel mercato di riferimento. Lo svantaggio può essere rappresentato dalla concentrazione delle diverse risorse su un solo settore operativo, limitando la diversificazione strategica

di mercato ed esponendo la realtà societaria ad un rischio concreto, rappresentato dall'impossibilità di reperire stimoli o fattori esterni, legati ad altre attività necessarie ad incrementare il valore del soggetto economico ed ottenere una posizione competitiva sul mercato. L'approccio Multi Business consente all'impresa di diversificare dal punto di vista operativo il raggio d'azione, sviluppando attività su diversi fronti ed operando in settori completamente diversi, simili o complementari tra di loro. Le decisioni circa l'approccio più conveniente da utilizzare rimangono a discrezione dell'impresa ed alcune realtà societarie dopo il loro avviamento, hanno aumentato le loro dimensioni, così facendo hanno optato per agire su più mercati di riferimento diversi, mediante l'offerta di prodotti con caratteristiche specifiche capaci di catturare l'attenzione dei diversi consumatori. Altre imprese di grandi dimensioni hanno invece focalizzato la propria attenzione solo su un'unica Business Unit (Ferrero, Coca Cola ecc.). La finalità principale di ogni soggetto economico è l'incremento dei volumi, riducendo i costi medi unitari di produzione, con la necessità di ingrandire le dimensioni aziendali in modo da reperire nuove aree essenziali per l'attività d'impresa. Dopo ogni fase di espansione, ci si pone la domanda se sia più conveniente operare nel medesimo mercato di riferimento oppure diversificare l'attività focalizzandosi, su settori simili o totalmente differenti.

Le diverse strategie delineate non assumono rilevanza solo in una fase di crescita, ma l'ingresso in un nuovo settore operativo che può rappresentare una possibile fonte di guadagno, può essere derivata dalla dismissione di altre attività precedentemente possedute, senza che questa procedura assicuri una crescita per l'organismo societario. L'ingresso in un nuovo mercato di riferimento per l'impresa può essere utile ad assicurare un riposizionamento strategico nel settore, che ha come obiettivo primario riacquisire una posizione competitiva essenziale ad incrementare il valore dell'impresa nel settore in cui opera.

I soggetti economici che favoriscono attività di mono-business, adotteranno una strategia di concentrazione, che rappresenta una condizione essenziale in una realtà societaria dove il processo di espansione è molto elevato. Le imprese che opereranno in contesti differenti di mercato invece saranno più propense ad attuare strategie legate alla diversificazione del rischio. Sovente la strategia mediante la quale un'impresa opera sul mercato rappresenta l'elemento chiave per produrre un certo margine reddituale positivo, determinante per influenzare in maniera decisiva il mercato di riferimento ed assumere una posizione competitiva. Quando l'impresa non presuppone una posizione strategica rilevante all'interno del mercato, si può cercare di analizzare il contesto aziendale mediante un'analisi SWOT che sottolinea le minacce ed insidie da una parte e dall'altra i rilevanti punti di forza e debolezza del soggetto economico per cercar di far fronte alle esigenze di mercato e superare le inefficienze di sistema che presuppongono un risultato negativo.

Le crisi d'impresa sono molto frequenti e possono dipendere da molteplici fattori esterni ed interni alla realtà aziendale, tale situazione patologica rappresenta di fatto una selezione naturale nella quale le diverse aziende marginali scompaiono per riequilibrare opportuni settori di mercato, così facendo le uniche realtà in grado di avere un certo risultato positivo saranno le aziende proattive<sup>1</sup>. Le diverse realtà aziendali dominanti continueranno a sopravvivere sul mercato globale adottando strategie volte all'innovazione e cercheranno di difendere il proprio business corrente attraverso la progettazione di beni e servizi in grado di soddisfare in modo continuo le diverse esigenze dei consumatori. Queste strategie vengono perfezionate utilizzando un certo tipo di approccio che può essere attuato mediante la strategia di reazione o anticipazione. Nel marketing di anticipazione l'impresa proietta le esigenze del consumatore nel futuro e mediante questa condizione riuscirà a massimizzare il valore rispetto agli altri competitors.

---

<sup>1</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016



L'impresa in questo caso sarà capace di assecondare il settore in cui opera e cercherà di influenzare i diversi gusti dei consumatori assumendo una posizione dominante sul mercato globale. La crisi d'impresa assicura una selezione naturale di tipo Darwiniano, nella quale l'impresa potrà sopravvivere solo se sarà in grado di massimizzare e gestire i diversi processi, competenze ed interdipendenze in modo sostenibile. Un organismo societario che assume un risultato economico positivo non deve riformulare continuamente la propria strategia competitiva intervenendo sulla catena del valore per massimizzare l'offerta al cliente, deve invece preoccuparsi di sostenere ed intrattenere le relazioni con i diversi clienti in modo innovativo, con i propri partners industriali e dovrà cercare di creare nuove interdipendenze e relazioni con i diversi portatori di interesse, che possono essere classificati come: soggetti interni o esterni all'impresa.

L'analisi sarà portata avanti considerando la piccola-media impresa sul mercato, per la quale sarà importante capire come procedere dal punto di vista operativo, se risanare o liquidare. Si presuppone una crisi aziendale, quando si verifica un forte squilibrio economico-finanziario protratto nel tempo che porterà all'insolvenza e al dissesto finanziario, in assenza di opportune procedure di risanamento volte a riformare la condizione di equilibrio iniziale<sup>2</sup>. La crisi aziendale va analizzata come un fatto di interesse globale, che ha portato ad un peggioramento delle condizioni sia interne che esterne. Una situazione di crisi, rappresenta una realtà nella quale il gruppo imprenditoriale e manageriale non è sempre in grado di gestire processi complessi, competenze e relazioni in modo dinamico, inoltre l'impresa difficilmente fallisce per una situazione di inefficienza improvvisa ma è derivata da una situazione di lento deterioramento delle diverse strategie e della struttura aziendale.

La crisi si concretizza sul medio/ lungo termine, nasce come uno stato o condizione latente fin quando non viene avvertita e se ne diffonde la

---

<sup>2</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

consapevolezza. Questa condizione necessita di un processo di risanamento straordinario, poiché rappresenta una vera e propria minaccia per il raggiungimento dei diversi obiettivi aziendali. Una crisi viene definita dalla sommatoria delle condizioni critiche che mettono a rischio in modo continuo l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa. Questa condizione molte volte non viene dichiarata e riconosciuta da parte del management, la quale rischierebbe di pregiudicare il raggiungimento degli obiettivi principali. Un buon management deve considerare ed analizzare le diverse condizioni critiche, per evitare che la situazione diventi irreversibile. Le definizioni di crisi e declino sono state ampiamente discusse nel corso del tempo da diversi autori e molto spesso si è data importanza al termine con il quale viene identificata la crisi piuttosto che al concetto specifico di declino d'impresa. Il concetto di declino può essere delineato come una perdita di capacità reddituale da parte di un soggetto economico, relativamente ad una riduzione del reddito prodotto ed in casi gravi nella sua totale assenza. Si fa riferimento a questa condizione quando si assiste ad una distruzione di valore del capitale economico dell'impresa. Un soggetto economico può essere considerato in declino, quando si presentano alcune condizioni che possono essere:

- Un'evidente diminuzione della capacità reddituale societaria, sebbene l'ottenimento di una perdita da parte del soggetto economico non sia sinonimo di declino d'impresa.
- L'aumento dei rischi societari, che porteranno ad un decremento del valore.

La concezione di declino d'impresa viene delineato sul piano temporale, come un processo lento che porta la realtà aziendale ad una diminuzione del valore in maniera graduale nel corso degli anni. Il passaggio da questa condizione allo stato di crisi d'impresa si manifesta quando l'incapacità di produrre reddito da parte del soggetto economico diventa irreversibile e quando questa condizione si manifesta all'esterno, comportando una diminuzione del valore sul mercato ed uno svantaggio concreto dal punto di

vista competitivo per l'organismo societario. In sostanza se non viene arginata la situazione iniziale di declino, il soggetto economico entrerà in crisi presupponendo una condizione di non ritorno, se non verranno attuati opportuni interventi per il risanamento aziendale da parte dei diversi portatori di interessi e non solamente da parte dei finanziatori dell'organismo societario. Nello specifico la condizione patologica di declino viene delineata come una circostanza di dissesto con una bassa probabilità di frequenza ed elevato impatto, che si manifesta all'esterno traducendosi in crisi d'impresa. La situazione di dissesto viene definita quindi come una condizione di incertezza, sia fisiologica che patologica, spesso derivata da una o più cause e che si traduce in una distruzione del valore per il soggetto economico nel corso del tempo. Questa condizione duratura porterà il soggetto economico ad uno stato di insolvenza che si manifesta all'esterno mediante l'inadempimento ossia l'impossibilità per l'organismo societario di far fronte alle obbligazioni presenti e future. La situazione di insolvenza è rappresentata da uno squilibrio patrimoniale, dove le obbligazioni assunte sono maggiori delle voci attive, portando il soggetto economico ad avere un patrimonio netto negativo.

La recessione viene avvertita dal management o dal qualche portatore di interesse, nello specifico gli intermediari finanziari come le banche allertano gli organi di controllo quando la situazione finanziaria diventa insostenibile e quando la differenza tra la scadenza dei finanziamenti ed investimenti, rende necessario un maggior indebitamento di medio lungo termine. Tale condizione di crisi potrebbe essere sanata, mediante un ruolo attivo da parte degli intermediari finanziari (banche) che potrebbero non solo concedere prestiti ma fornire consulenza alle diverse imprese per la ridefinizione di una struttura finanziaria ottimale<sup>3</sup>. Il ruolo delle banche, prima, che si verifichi una situazione patologica o condizione di inefficienza, nel rapporto con una determinata azienda assume di fatto una duplice funzione: prevenzione e monitoraggio. La prima condizione deve essere

---

<sup>3</sup> M. Biasin, S. Cosma, M. Oriani, *La banca. Istituzioni e impresa*, isedi, 2013

intesa attraverso una riduzione consistente dei diversi costi, mentre la seconda concerne l'individuazione sintomatica dei diversi casi di crisi possibili. La condizione di dissesto viene definita e si sviluppa in diversi stadi, i quali possono essere classificati come: fase latente, lo sviluppo e la fase nella quale la crisi viene conclamata<sup>4</sup>. Se l'impresa riesce ad arginare la situazione di pericolo e a colmare le diverse inefficienze di gestione, non dovrà far fronte alla fase conclamata ma essenzialmente dovrà attuare delle strategie volte allo sviluppo e rilancio dell'impresa sul mercato globale.

Una rilevante funzione dello studio dei dati è quella relativa all'analisi e osservazione degli elementi aziendali fondamentali sotto il profilo economico e finanziario per la determinazione di modelli interpretativi che consentano di rilevare eventuali fattori di crisi aziendali, con la finalità principale di determinare delle politiche necessarie al loro superamento. Le diverse analisi portate avanti possono essere di tipo storico o di tipo previsionale, per indici e per flussi ed inoltre possono riferirsi all'andamento dei mercati ed al riposizionamento del soggetto economico sugli stessi.

Nel corso del processo di gestione aziendale condotta dal management, assumono rilevanza le analisi portate avanti in modo stabile e sistematico con lo scopo di definire le inefficienze gestionali che possono portare a vere e proprie inefficienze di sistema. Questi processi assumono rilevanza poiché oltre a permettere di definire alcuni elementi temporanei sfavorevoli da risanare, consentono di circoscrivere le diverse cause con l'obiettivo principale di individuare le soluzioni necessarie ad evitare che le inefficienze sistemiche degenerino in una situazione patologica difficile da migliorare anche sul lungo periodo. Le diverse analisi sono inoltre fondamentali per un'ideale e veritiera rappresentazione dei processi di gestione e pianificazione dell'organismo societario. Dopo aver delineato le diverse inefficienze del soggetto economico, grazie ad un'accurata analisi aziendale, dovrà essere predisposto un esame che definisca le relative fonti di

---

<sup>4</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

finanziamento a disposizione dell'impresa e quelle addizionali reperibili per attuare una procedura adeguata di risanamento aziendale. In secondo luogo dopo aver riconosciuto la necessità di effettuare questo tipo di analisi, sarà opportuno portare avanti una meticolosa ricerca volta a stimare sotto il profilo economico e finanziario il trend e l'andamento complessivo del settore in cui il soggetto economico abbia l'intenzione di assumere una posizione competitiva rilevante. Mediante queste stime, sarà possibile esprimere delle ipotesi ed effettuare delle previsioni circa i ricavi e flussi finanziari attesi. Una buona ricerca deve essere in grado di descrivere la condizione corrente, ossia il ruolo dell'impresa rispetto al mercato di riferimento in cui il soggetto economico svolge le sue attività principali. La comprensione del contesto permette infatti di delineare diverse diagnosi e la definizione di piani necessari a ristabilire un corretto equilibrio economico e finanziario all'interno del complesso aziendale. Nei diversi esercizi la procedura di gestione dell'organismo societario, presuppone una sequenza di piccoli squilibri aziendali, che si ripetono in modo progressivo nel tempo, questi risultati negativi non necessariamente portano a situazioni patologiche rilevanti per tutti i diversi portatori di interessi dell'impresa. Questi elementi negativi di criticità aziendale possono appesantire la struttura finanziaria, ma per mezzo di un management perspicace sarà possibile ristabilire una condizione di equilibrio, così facendo non si dovrà far fronte a una situazione di maggior instabilità sul lungo periodo. Le diverse patologie del soggetto economico, che normalmente vengono riscontrate nel corso degli esercizi relativi all'attività imprenditoriale, si manifestano verso l'esterno solo quando sfociano in una fase acuta che sarà necessario arginare mediante un piano di risanamento ben definito, con obiettivi semplici ma fondamentali da perseguire sul lungo periodo per garantire la sopravvivenza dell'impresa all'interno del contesto di mercato in cui opera.

### **1.2.2 – Le cause della crisi**

Nell'ambito imprenditoriale la crisi si presenta come una condizione patologica a più stadi, nella quale troviamo una situazione complessa o meno di instabilità ed inefficienza, che derivano relativamente dall'esterno o dall'interno dell'azienda. La situazione iniziale viene classificata come una condizione di dissesto complessa, dato che può essere difficile derivare l'origine dell'inefficienza economica e le diverse cause<sup>5</sup>. Le ragioni che portano ad inefficienze di sistema derivano da eventi ad alto impatto. È necessario, affinché sussista un legame tra rischio e crisi, che l'evento produca inefficienze rilevanti e perdite ingenti, che comprometteranno in futuro la situazione reddituale del soggetto economico. Questa condizione di instabilità, se fosse protratta nel tempo, potrebbe generare perdite di diversa entità e con l'aumento di un risultato negativo di gestione vi sarà una diminuzione della solvibilità d'impresa. Così facendo non sarà più possibile far fronte ai propri impegni di medio/lungo termine mantenendo un equilibrio omogeneo tra i diversi investimenti e finanziamenti.

Lo stadio successivo a questa situazione sarà quella della condizione prossima di dissesto finanziario. In questa situazione critica, l'insolvenza elevata porterà il soggetto economico a non essere più in grado di far fronte alle proprie voci del passivo, mediante i propri investimenti. Fronteggiare una crisi finanziaria al primo stadio è relativamente più semplice e si eviterà di creare, attraverso l'individuazione della crisi, un circolo vizioso derivato dalla richiesta di nuovi finanziamenti per il pagamento dei debiti di breve periodo nel caso in cui la liquidità sul breve periodo fosse scarsa.

La difficoltà maggiore per il management sta nell'individuare i diversi sintomi che la contraddistinguono e che stanno alla base della seconda fase, rappresentata dalle perdite.

---

<sup>5</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli

In questo stadio troviamo una diminuzione delle diverse risorse aziendali con una disaggregazione dei fattori economici dell'impresa, che porterà ad un assorbimento delle riserve di bilancio e delle quote di capitale. Avremo una successiva diminuzione della liquidità, con un incremento dei diversi debiti ed erosione degli elementi relativi alla capacità innovativa dell'impresa, rappresentati dalle fonti di ricerca e sviluppo e dalle risorse che derivano dal marketing strategico. Questi fattori rappresenteranno risorse chiave necessarie per l'individuazione delle strategie aziendali essenziali per penetrare il mercato e perfezionare campagne di successo massimizzando il valore del prodotto. In questa condizione, il risanamento è sicuramente più difficile, e la difficoltà dipende dalla durata e dell'entità delle perdite. La crisi non è più solamente un fattore interno all'azienda, ma produce delle conseguenze nell'ambiente esterno, ossia:

perdita della clientela, incapacità di far fronte ai propri impegni e scadenze in termini di liquidità e di perdita di fido che fa riferimento al grado di fiducia relativo alla possibilità di far fronte al credito elargito attribuito ad una data impresa. Possiamo trovare diversi interventi per arginare il fenomeno della crisi, che riguardano strettamente la struttura del capitale e il management. All'insolvenza segue uno stato di dissesto che è rappresentato dalla condizione persistente di squilibrio patrimoniale, che non è possibile sanare senza una contrattazione dei crediti.

Molto spesso il riconoscimento delle cause di dissesto non è facile da individuare, per capire lo stato di salute aziendale infatti, non dobbiamo soffermarci solamente sull'analisi delle voci relative allo stato patrimoniale e conto economico, ma è necessario valutare il benessere dell'impresa utilizzando diversi prospetti d'analisi, i quali possono essere: le riclassificazioni, estrapolazione e comparazione di indici finanziari con il rendiconto per valutare la liquidità d'impresa e l'analisi per mezzo di indici reddituali attraverso valori relativi di bilancio.

Possiamo individuare diverse cause che portano il soggetto economico ad una situazione di squilibrio, nello specifico le diverse inefficienze per il

soggetto economico sono incrementate con la crescente complessità che caratterizza la società moderna. Fattori come l'innovazione sul piano tecnico e gli aspetti giuridici, possono generare situazioni di instabilità per l'impresa. Le inefficienze di sistema possono essere ricollegate a cause interne oppure esterne della realtà aziendale. Le prime sono riconducibili ad errori, disfunzioni di sistema che originate nel corso del tempo producono degli effetti negativi all'interno della realtà aziendale. Le cause interne dipendono dalle scelte di governo, che derivano da troppa espansione del soggetto economico all'interno del sistema oppure da un eccessivo accentramento del potere decisionale all'interno dell'impresa. Le cause di inefficienza interna sono originate non solo dagli impegni assunti ma anche dalle diverse peculiarità specifiche dell'impresa. Contribuiscono al raggiungimento della condizione di crisi la longevità del soggetto economico oppure la dimensione societaria dello stesso; l'impresa di grandi dimensioni gode di un fido relativamente più alto se ha sempre contribuito ad assolvere le diverse obbligazioni precedentemente assunte, inoltre un sistema societario più grande comporta una complessità interna maggiore che può essere fonte di squilibri sul lungo periodo. Le diverse cause esterne derivano dall'ambiente competitivo nel quale l'impresa opera, relativamente alle difficoltà che le organizzazioni aziendali devono arginare per far fronte ai cambiamenti riguardanti l'ambiente esterno. Le realtà societarie rappresentano sistemi aperti, che devono essere in grado di adattarsi e cambiare in relazione con le diverse trasformazioni dell'ambiente nel quale operano. Troviamo una concreta interdipendenza tra cause di inefficienza interna ed esterna e la situazione di crisi d'impresa e declino, ci possono essere ulteriori fattori negativi, suddivisi similmente alle cause esterne ed interne, i quali possono essere riconducibili ad elementi causali oggettivi e soggettivi. I primi possono dipendere da eventi negativi non direttamente controllabili dall'operato umano, mentre i secondi possono derivare da errori e squilibri imputabili all'essere umano. La condizione di declino e successivamente la crisi possono essere originate anche da cause



strategiche e strutturali, ossia con le cause strategiche possiamo far riferimento ad una errata strategia mediante la quale un'impresa cerca di ottenere competitività all'interno del mercato e che sul lungo periodo comporti una perdita di valore per il soggetto economico.

Sovente le imprese cercano di perseguire strategie di breve periodo per massimizzare la produzione di valore. Un risultato positivo sul breve termine può non tradursi in una creazione effettiva di valore per l'impresa, in quanto si tende ad aumentare il cash-flow, senza perseguire importanti obiettivi di lungo termine. Così facendo vi sarà una riduzione della competitività aziendale e della qualità dei diversi servizi offerti che potrebbero compromettere la sopravvivenza del soggetto economico. Le crisi strutturali sono legate ad inefficienze di sistema originate da interdipendenze tra le diverse risorse della struttura e l'impresa, il basso numero di fattori strutturali porta ad una certa rigidità societaria, in quanto il soggetto economico sarà relativamente meno propenso ai cambiamenti e poco flessibile. Un esempio molto comune legato ad inefficienze strutturali è rappresentato da un soggetto economico caratterizzato da un portafoglio clienti esiguo, questa condizione sul lungo termine produrrà una situazione di squilibrio. Inoltre un ampio numero di componenti potrebbe comportare comunque inefficienze di sistema, poiché il soggetto economico dovrà far fronte a costi relativamente elevati in seguito ad un'abbondanza di risorse disponibili <sup>6</sup>. Un numero di risorse abbastanza elevato, quindi, potrà comportare una rigidità elevata della struttura per l'impresa, poiché dovrà far fronte ad un elevato numero di risorse e ad una difficile relazione tra le diverse componenti aziendali. Non implementare un corretto processo relazionale sul lungo periodo porterà l'impresa ad assumere un iter decisionale lento, che comporterà una potenziale causa di dissesto per la realtà aziendale. Le cause di inefficienza che abbiamo analizzato in generale rappresentano potenziali perdite di valore che è necessario arginare per

---

<sup>6</sup> C. Brugnoli, *Concezione sistemica dell'impresa e scelte aziendali*, Egea, 2016

garantire il raggiungimento degli obiettivi aziendali e la sopravvivenza dell'impresa all'interno del sistema economico.

Il mezzo più importante per una prima analisi completa sullo stato di salute dell'impresa è rappresentato dalle riclassificazioni di stato patrimoniale e conto economico, che rappresentano i modi per focalizzare l'analisi solo su alcune voci di conto importanti ed eventualmente definire diverse questioni, che possono essere: la struttura del debito è adeguata con l'attività svolta? l'ammontare dei crediti è consistente oppure è presente una liquidità sul breve periodo? Il reddito generato ha supportato la capacità produttiva oppure ne ha distrutto il valore? Quali sono i diversi fattori che hanno delineato i valori riportati nel bilancio di esercizio?

L'analisi dello stato patrimoniale viene definita e portata avanti attraverso la logica finanziaria, ossia valutando le diverse scadenze tra finanziamenti ed investimenti nel corso dell'anno. Questo modello d'analisi permette di derivare le diverse voci di stato patrimoniale sulla base della propria liquidità per quanto riguarda le diverse poste dell'attivo, classificando tali voci in base al termine, ossia differenziando i crediti che assumono scadenza di breve periodo o correnti (entro 12 mesi) oppure quelli che verranno liquidati sul lungo periodo (dopo 12 mesi). Le voci del passivo vengono classificate secondo esigibilità ossia quindi viene predisposta una divisione netta tra passivo corrente e consolidato, quindi tra debiti v/fornitori che dovranno essere rimborsati sul breve termine o meno<sup>7</sup>.

Per la valutazione della crisi d'impresa è necessario tener presente che spesso le diverse cause sono riconducibili, da un punto di vista soggettivo al management dell'impresa, il quale prende le più importanti decisioni di gestione dall'interno. Dall'altra parte le cause possono derivare anche dai diversi possessori di capitale, i quali hanno operato un'eccessiva distribuzione dei dividendi, errata scelta del management, timore di correre in eccessivi rischi. Altre critiche relative alla crisi d'impresa sono riconducibili

---

<sup>7</sup> A. Cardoni, *Strategia e performance nel sistema d'impresa. Logiche e strumenti per l'analisi del successo aziendale*, G. Giappichelli, 2016

agli operatori, forza vendita ed all'organizzazione del complesso aziendale. Ogni crisi deriva quindi da inefficienze diverse, punti di debolezza, errori e incapacità dei protagonisti dell'impresa.

Il fenomeno della crisi sovente può essere riconducibile a situazioni estranee alla compagine aziendale, come per esempio: la riduzione della domanda sul mercato di un certo prodotto, l'aumento generalizzato dei prezzi delle materie prime, la libera concorrenza ossia la condizione di mercato all'interno della quale i profitti sono minimi, con l'entrata di un nuovo concorrente che fornisce al consumatore gli stessi prodotti ad un prezzo più basso. Troviamo cinque principali tipi di crisi in funzione alle diverse cause che la provocano:

- La crisi di inefficienza
- La crisi di sovraccapacità/rigida
- La crisi di decadimento dei prodotti
- La carenza di programmazione ed innovazione
- La crisi di squilibrio finanziario

La crisi di inefficienza si verifica quando i rendimenti dei diversi settori dell'attività aziendale, in particolare quelli relativi all'attività operativa, non sono in linea con i competitors. Il confronto avviene non solo sulla base dei diversi costi, ma anche sugli incrementi dei fattori produttivi come per esempio l'energia consumata per ogni prodotto trasformato secondo la catena del valore, l'ammontare degli scarti delle materie prime, i tempi di lavorazione in termini di ore per ogni prodotto lavorato nel processo di filiera aziendale <sup>8</sup>. I costi di gestione dell'attività caratteristica, ossia quelli riconducibili al core business aziendale, vengono sostenuti per le finalità principali del soggetto economico ed aumentano molte volte in relazione a diverse condizioni, le quali possono essere: impianti obsoleti, personale non

---

<sup>8</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

idoneo o inefficienze logistiche. La crisi di inefficienza non deve essere essenzialmente correlata all'area produttiva, ma può dipendere anche da altre diverse aree come: quella commerciale, amministrativa, organizzativa e finanziaria. Nell'area commerciale l'inefficienza si verifica quando la rete di vendita per funzionare è accompagnata da ingenti costi e genera un numero di vendite prevalentemente basse. Nell'area amministrativa le procedure burocratiche creano inefficienze poiché molto complesse causando rigidità aziendale. Nell'area organizzativa invece troviamo una particolare lentezza nella stesura e predisposizione del budget annuale, attraverso la quale non si riesce a pianificare le decisioni di medio/lungo termine, mentre per l'attività finanziaria le inefficienze dipendono essenzialmente da un costo ingente delle diverse risorse rispetto alla concorrenza. Le cause possono essere sostanzialmente due: debolezza contrattuale ed incapacità degli addetti alla funzione finanziaria.

Le crisi da sovraccapacità/rigidità derivano essenzialmente da diverse situazioni, le quali possono essere:

- Perpetua riduzione della domanda di mercato
- Perdita delle diverse quote del mercato
- Percentuale dei ricavi inferiore alle attese stimate

La crisi da sovraccapacità deriva da una situazione patologica, nella quale il settore dove opera l'impresa è saturo e la capacità produttiva invece che generare ricchezza la distrugge, la crisi da sovraccapacità può dipendere essenzialmente da diversi fattori, che possono essere: ricerca di economie di scala, gusti dei consumatori diversi, errori di previsione<sup>9</sup>. In questa condizione le imprese di piccole dimensioni vedranno assumere una certa offerta non in linea con la domanda di mercato, la condizione prossima dell'impresa sarà lo stato di crisi perpetuo se non verrà attuata una diversa

---

<sup>9</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

strategia nel mercato per valorizzare il prodotto offerto o ideare nuove condizioni attraverso le quali i ricavi verranno massimizzati.

Un secondo tipo di crisi da rigidità dipende dalla perdita di quote di mercato. In questo caso la concezione di difficoltà dipende essenzialmente dall'impresa stessa e non dal settore in cui opera. Questa condizione viene strettamente correlata all'impresa stessa, l'unico modo per evitare una crisi certa è quello di adeguare i diversi costi. In questo contesto può risultare difficile una diminuzione del fattore di costo sostenuto poiché si deve far riferimento ad una condizione di inefficienza interna e non esterna, quindi il prossimo stadio è un dissesto finanziario quasi certo. Un'altra condizione di crisi riferita alla rigidità, si realizza quando i ricavi sono inferiori alle aspettative e questo può dipendere da due diverse situazioni: sbagliata previsione della domanda globale e mancata o insufficiente aumento della quota di mercato sulla base delle aspettative. Per sanare questo tipo di crisi l'azienda deve decidere se operare politiche imprenditoriali aggressive, oppure operare in perdita ed aspettare che la piazza assorba l'offerta e sia in equilibrio con la domanda del mercato globale.

Ci troviamo davanti ad una crisi da decadimento del prodotto quando il prezzo stabilito, sia inferiore ai costi fissi per produrlo e vi è l'incapacità di assicurare una copertura anche solo parziale del costo sostenuto per la produzione. Questa situazione di dissesto porterà l'azienda ad una condizione di inefficienza e squilibri nella prima fase ed in seguito vi saranno perdite ingenti. Indichiamo come strumenti per l'analisi di questo tipo di crisi, il margine di contribuzione ed il margine lordo. Entrambi mettono in relazione il prezzo di vendita di uno specifico prodotto con il suo costo.

Le crisi di programmazione/innovazione derivano dall'incapacità di adattare l'assetto societario ai diversi cambiamenti e trasformazioni ambientali. In queste condizioni le diverse imprese non tengono conto dei risultati per il futuro e si focalizzano sulla massimizzazione dei margini positivi di breve periodo. Spesso questo genere di imprese non fissano degli obiettivi specifici ai quali vengono correlate delle determinate risorse, ma cercano di

perseguire in modo costante obiettivi fuori portata con un progressivo peggioramento economico del reddito.

L'incapacità di programmare genera dei problemi anche a livello sociale della compagine aziendale, senza poter supportare attraverso determinati corsi ed idee creative il personale, che non si sentirà motivato al raggiungimento di un fine comune. Il personale spinto da obiettivi non definiti non sarà interessato ai diversi progetti aziendali e parteciperà con scarso impegno. La maggior parte delle aziende in crisi hanno problemi di programmazione, a causa dell'incapacità di poter definire una linea guida, necessaria per stabilire ed ampliare i diversi obiettivi aziendali. Un altro fattore di crisi molto comune è la mancanza di innovazione ed idee, dove nelle aziende più piccole la concezione creativa, fa affidamento e si basa solamente sulle doti del singolo imprenditore.

Nelle aziende di maggiori dimensioni l'apporto di idee avviene attraverso il processo di ricerca, gli investimenti in ricerca e sviluppo sono alla base del processo di innovazione, dove in un ambiente che è soggetto ad importanti trasformazioni ed in rapido mutamento, una ricerca efficace rappresenta una condizione necessaria per la sopravvivenza dell'impresa. Se il processo di ricerca e sviluppo porta nel breve periodo alla stima di risultati negativi, sul lungo termine rappresenta una condizione indispensabile per preservare la realtà aziendale<sup>10</sup>.

Le crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale derivano da diversi eventi, che possono essere: carenza e scarsità di mezzi propri e maggioranza dei mezzi di terzi, persistenza dei debiti a breve termine, disponibilità inesistente o scarsa dovuta all'impossibilità di liquidare le diverse attività correnti con l'incapacità di far fronte ai diversi finanziamenti sul breve termine. Le

---

<sup>10</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

diverse perdite economiche presuppongono un aumento notevole degli oneri finanziari derivati dal consistente indebitamento aziendale<sup>11</sup>.

I diversi oneri di un'impresa che presenta inefficienze sono molto spesso maggiori di quelle delle imprese concorrenti che operano in condizioni di mercato favorevoli, in questi casi l'impresa insolvente farà più fatica a raggiungere un certo pareggio di bilancio. Il soggetto economico che presenta forti squilibri finanziari subirà una serie di perdite che mettono a rischio la sua stabilità finanziaria. In queste condizioni l'impresa non sarà in grado di reperire sul mercato ulteriori risorse finanziarie e la forma di autofinanziamento sarà scarsa o prevalentemente nulla, così facendo il soggetto economico cadrà in uno stato di insolvenza perpetuo. La crisi aziendale quindi è un fenomeno provocato dalla manifestazione di più fattori che si verificano contemporaneamente, in relazione a cause diverse.

Durante la fase iniziale possiamo trovare diverse carenze relative al processo di innovazione/programmazione e decadimento dei diversi prodotti, queste rappresentano l'origine dei processi di inefficienza, durante la seconda fase ad amplificare la condizione patologica entrano in causa fattori quali la rigidità e i diversi squilibri finanziari. Nella maggior parte dei casi i primi fattori critici riconducibili alla crisi sono difficili da individuare e si è consapevoli del dissesto solo quando si è prossimi alla seconda fase generando perdite ingenti. Il processo di analisi e ricerca dei sintomi della crisi ha come finalità principale quella di eliminare o ridurre i diversi fattori di inefficienza prima ancora che essi portino a perdite, l'iter di prevenzione è l'unica alternativa per evitare errori e minacce. Per il riconoscimento della condizione di dissesto è bene prendere in considerazione sia gli aspetti oggettivi come possono essere i fenomeni attinenti al settore, dall'altra parte dobbiamo far riferimento agli aspetti soggettivi che derivano dai portatori di capitale nell'impresa e dal comportamento assunto dal management. L'individuazione dei diversi sintomi, risalendo alle cause è

---

<sup>11</sup> S. Brancozzi, *Le crisi d'Impresa: analisi e cause*, Cedam, 2015

una condizione fondamentale per fronteggiarla. Esistono diversi strumenti e metodi per cercare di sottolineare i segnali rilevanti, possiamo distinguerli in tre diverse categorie: metodi basati sull'intuizione, sugli indici e su diversi modelli. I metodi che si basano sull'intuizione, cercano di interpretare diverse variabili oggettive, che possono essere: carenze di programmazione, perdite di ingenti quote di mercato, squilibri patrimoniali e finanziari<sup>12</sup>. I metodi che si basano sugli indici, consentono di valutare la predisposizione dell'azienda ad una crisi futura e permettono inoltre di confrontare i diversi indicatori con le altre aziende. I metodi basati sui modelli permettono di costruire correlazioni matematico-statistiche tra le diverse variabili aziendali prese in causa cercando di prevedere diverse situazioni di crisi correnti.

### ***1.2.3 – Valutazione ed analisi della crisi***

L'attività imprenditoriale, viene portata avanti da parte del management, cercando di massimizzare l'equilibrio economico per favorire una miglior procedura di gestione dell'organismo societario ed un miglior processo di risanamento per la crisi aziendale. Tale condizione è favorita dalla coesione di tre fattori principali, quali possono essere:

- *Equilibrio economico (industriale):* Assicura la copertura dei costi legati ai diversi processi aziendali mediante i ricavi d'esercizio e rappresenta una grandezza strettamente correlata al rischio d'impresa. In sostanza si ha sempre un fattore di rischio ogni volta che può essere derivata una prospettiva legata ad un margine di ricavo. Il rischio aziendale può essere correlato a fenomeni esterni e può dipendere da azioni concrete o meno compiute da soggetti esterni all'impresa. Il concetto di rischio deriva dallo scostamento dei dati reali da quelli ipotizzati e da un possibile ottenimento di una sopravvenienza positiva. Tale fenomeno

---

<sup>12</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, FrancoAngeli, 2015



viene generato sommando due tipi di fattori diversi, i quali possono essere di natura oggettiva e soggettiva e comportano l'accostamento dell'imprevedibile manifestazione degli eventi con l'impossibilità di prevederli totalmente. Il rischio rappresenta una problematica complessa, che deve essere preso in considerazione dall'impresa per la creazione di un flusso reddituale positivo efficiente in una prospettiva di lungo periodo.

- *Equilibrio finanziario:* Assume come finalità principale il conseguimento della solvibilità d'impresa per far fronte alla necessità di reperire un fabbisogno di capitale futuro necessario al raggiungimento dei principali obiettivi prefissati per l'implementazione dell'impresa sul lungo periodo.
- *Equilibrio Patrimoniale:* Viene inteso come una finalità cardine dell'impresa che deve essere conseguita per assicurare la solidità sul piano patrimoniale e garantire una crescita sistemica bilanciando investimenti e finanziamenti, permettendo di ridurre al minimo l'acquisizione di finanziamenti da parte di terzi.

Il raggiungimento di una situazione di equilibrio sia sul piano economico-finanziario che patrimoniale rappresenta una condizione rilevante per poter operare una corretta procedura di gestione dell'organismo societario. La riduzione e la perdita di flussi reddituali positivi da un lato e l'aumento del di rischio dall'altro rappresentano fattori rilevanti che possono portare ad una conseguente rottura di tali equilibri e comportano situazioni di declino degenerano in stadi di crisi conclamate.

Per diagnosticare le crisi aziendali soprattutto nella fase di prevenzione, attraverso lo stato patrimoniale e conto economico civilistico non è possibile operare un'analisi completa poiché è necessario sottolineare ed analizzare i valori singolarmente attraverso una prima fase di riclassificazione, la quale

permette di derivare i fattori che hanno prodotto i dati incorporati nel bilancio di esercizio<sup>13</sup>.

Si cercherà quindi di classificare i diversi elementi attraverso modelli d'analisi riconducibili al conto economico o stato patrimoniale, ed inoltre verrà operata una divisione sostanziale tra valori correnti e valori consolidati in relazione alla scadenza temporale. In seguito per stimare e valutare lo stato di salute societario si dovrà procedere attraverso una valutazione dei diversi flussi finanziari operando un'attenta comparazione con il rendiconto finanziario, per stimare la liquidità aziendale. Un'analisi di bilancio corretta dovrà prendere in considerazione i diversi flussi reddituali e finanziari estrapolati dagli stessi dati di bilancio, inoltre sarà opportuno per operare una corretta analisi cercare di comparare le situazioni contabili riferite ad almeno a tre esercizi consecutivi in modo da delineare lo sviluppo dell'attività del soggetto economico e la sua crescita. Questo processo di analisi viene integrato con un raffronto con la media di mercato.

Il bilancio assume una scarsa attitudine a stimare in modo tempestivo le diverse inefficienze aziendali e rappresenta il risultato monetario di azioni umane e relazioni tra diverse variabili interne ed esterne all'impresa. Questo documento dovrà essere utilizzato non per riconoscere la crisi corrente ma sostanzialmente per cogliere i piccoli segnali premonitori.

Dal punto di vista esterno il segnale più evidente è rappresentato dall'impossibilità per l'impresa di far fronte ai diversi impegni finanziari, ed un'azienda insolvente rappresenta un soggetto economico che si sta avvicinando alla condizione di dissesto finanziario.

Possiamo classificare quattro diverse fasi che potranno essere oggetto d'analisi: una prima fase di squilibrio economico ed inefficienze che perdurano nel tempo generando ingenti perdite, il secondo stadio presuppone che a causa delle ingenti perdite l'azienda entra in crisi e questo porterà all'insolvenza che rientra nel terzo stadio d'analisi, ossia l'incapacità

---

<sup>13</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli

per l'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari con il successivo dissesto, che comprometterà in modo duraturo la realtà societaria<sup>14</sup>. Le diverse informazioni sul grado di solvibilità aziendale si ottengono attraverso l'analisi della liquidità e solidità patrimoniale, la stima della liquidità fa riferimento all'analisi dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa ossia alla capacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni in maniera ordinata, un'impresa solida in termini patrimoniali e finanziari cercherà di far fronte sul medio/lungo periodo ai propri impegni presi nei confronti dei diversi portatori di interessi dell'organismo societario. La liquidità e solidità patrimoniale vengono analizzate per stimare la solvibilità aziendale e si ottengono attraverso la redazione di uno stato patrimoniale e conto economico<sup>15</sup>.

Lo stato patrimoniale finanziario si presenta come un prospetto a sezioni contrapposte ed ha come scopo quello di sottolineare la provenienza delle diverse fonti di finanziamento e l'impiego di queste per sostenere i diversi investimenti necessari a svolgere l'attività di impresa programmata. Le fonti di finanziamento vengono classificate sulla base del criterio dell'esigibilità, cioè in base al tempo necessario per l'impresa di far fronte ai finanziamenti di medio/ lungo periodo, sulla base del tempo necessario per la loro estinzione. I diversi investimenti ossia gli impieghi vengono distinti sulla base della loro liquidità, ossia in base al tempo necessario per il loro ritorno in forma liquida. Le diverse fonti di finanziamento vengono classificate in:

- Fonti non esigibili, non soggette a rimborso;
- Fonti esigibili nel medio/lungo periodo, vengono delineate come passività consolidate ossia finanziamenti che devono essere rimborsati in un arco superiore a 12 mesi;

---

<sup>14</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, FrancoAngeli, 2015

<sup>15</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

- Fonti esigibili nel breve periodo, vengono classificate come passività correnti e devono essere rimborsate in un arco di tempo inferiore ai 12 mesi.

Le diverse fonti non esigibili fanno riferimento a mezzi finanziari che derivano dall'autofinanziamento o dal capitale di rischio e che vengono escluse dalla procedura di distribuzione ai soci. Le fonti esigibili nel breve e medio periodo fanno riferimento ai diversi debiti di funzionamento o di finanziamento, i debiti di finanziamento derivano da intermediari finanziari o dal mercato finanziario, invece i debiti di funzionamento fanno parte della normale gestione corrente d'impresa e si riferiscono a transazioni commerciali. Le diverse fonti di finanziamento vengono classificate in base alla durata entro la quale devono essere rimborsate e in modo convenzionale tale periodo assume come riferimento un esercizio gestionale di 12 mesi.

Le diverse fonti di finanziamento verranno quindi divise tra fonti che dovranno essere rimborsate entro 12 mesi (correnti) e fonti che potranno essere rimborsate in un periodo superiore ai 12 mesi (consolidate). Per quanto riguarda i diversi elementi dell'attivo, gli investimenti verranno divisi in due macro-gruppi quali possono essere: attivo corrente ed attivo consolidato. I diversi dati disponibili verranno divisi tra questi due macrocategorie sulla base del criterio della liquidità, ossia il tempo necessario per la riscossione del credito e per il ritorno in forma liquida. Nell'attivo durevole rientrano tutti i diversi elementi dell'attivo fisso, quali possono essere: immobilizzazioni materiali, immateriali, finanziarie e commerciali. Le ultime si riferiscono a rimanenze di prodotti finiti oppure a materie non vendibili e non utilizzabili. L'attivo circolante viene diviso in tre categorie essenziali:

- Disponibilità economiche nell'impresa: materie prime e prodotti finiti
- Liquidità differite: crediti finanziari o operativi, che assumono una certa scadenza nell'arco di 12 mesi;

- Liquidità immediate: denaro disponibile in cassa.

La classificazione è importante nello stato patrimoniale per una prima valutazione della liquidità e solvibilità dell'impresa, ossia l'analisi della liquidità societaria viene valutata mettendo a confronto sullo stesso piano passività correnti ed attività correnti. Una buona copertura degli impegni finanziari garantisce all'impresa di essere solvibile sul lungo periodo, l'analisi della liquidità può essere effettuata attraverso una relazione diretta tra questi due fattori: indice della struttura corrente attivo circolante/passività correnti<sup>16</sup>.

Se la relazione definisce un esito positivo, allora l'impresa sul medio/lungo termine riuscirà a far fronte ai propri impegni senza compromettere l'equilibrio societario. Se il rapporto delinea un esito negativo allora gli investimenti di breve periodo trasformati in liquidità non riusciranno a coprire i diversi finanziamenti di breve termine.

In casi critici nei quali si effettua una richiesta di rientro dei debiti da parte dei diversi finanziatori, la società può effettuare la procedura di smobilizzo di una parte dell'attivo fisso anche se vi sarà il rischio di compromettere l'intero equilibrio societario.

Un secondo indicatore importante per analizzare lo stato di benessere societario utilizza come variabili: le liquidità immediate, le liquidità differite e le diverse passività correnti. L'indice di liquidità secca presuppone una sommatoria tra le diverse liquidità e una certa relazione con le passività correnti.

Indice di liquidità secca:  $\text{liquidità immediate} + \text{liquidità differite} / \text{passività correnti}$ .

Questo indice se assume un valore maggiore di 1, stabilisce una determinata relazione positiva delineando un valore significativo in quanto le diverse liquidità immediate e differite riusciranno a far fronte alle

---

<sup>16</sup> S. Catuogno, *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, 2016

passività correnti. L'azienda in questo modo non solo riuscirà a far fronte ai propri impegni ma potrà rimpiegare l'eccesso di valore creato per sostenere la capacità produttiva ed i diversi processi societari. In sostanza le condizioni di benessere aziendali si presentano soddisfacenti se i diversi indici presentano un valore maggiore di 1, mentre possono sorgere dei problemi di interpretazione se l'indice della struttura corrente assume un valore maggiore più grande di uno e l'indice riferito alla liquidità secca assume un valore inferiore a 1<sup>17</sup>.

In questa situazione i diversi investimenti correnti relativi all'attivo circolante riescono a coprire i finanziamenti di breve periodo, ma non si presuppone un corretto equilibrio tra le liquidità immediate e quelle differite. Per cercare di ottenere un certo equilibrio ed un miglioramento di tale condizione dell'attività d'impresa bisogna operare una riduzione della posizione finanziaria netta sul breve periodo e una riduzione del ciclo monetario, mentre le diverse operazioni di miglioramento sul lungo periodo prevedono un consolidamento dei debiti finanziari.

È importante operare un'analisi societaria per stabilire lo stato di benessere dell'impresa, non solo attraverso determinati indici, ma anche grandezze assolute. Attraverso la stima del capitale circolante netto possiamo stabilire e delineare l'ammontare delle diverse risorse che formano e finanziano l'attività operativa che diversamente differisce da quella caratteristica, importante per sottolineare il core business dell'impresa e descrivere i diversi processi tipici dell'attività societaria.

CNN= attività correnti- passività correnti

Le diverse attività correnti stabiliscono gli investimenti che dovranno generare liquidità sul breve periodo, mentre le passività corrente definiranno i diversi finanziamenti che dovranno essere rimborsati sul breve

---

<sup>17</sup> P. Ceroli, M. Ruggieri, *L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative*, Giuffrè,

termine e che produrranno un certo esborso monetario in termini di esigibilità.

Possiamo sostenere che il CCN è un indicatore che serve per verificare l'equilibrio finanziario dell'azienda sul breve termine.

Per effettuare un'analisi sulla liquidità aziendale attendibile dobbiamo prendere in considerazione sia i diversi indici che il margine, poiché per esempio ci potremmo trovare ad analizzare una situazione in cui un'azienda di grandi dimensioni in crisi assume un indice di liquidità con un valore prevalentemente positivo, ma con una differenza tra l'attivo e il passivo di milioni di euro. L'utilizzo di un solo indicatore per effettuare un'analisi completa, non rende del tutto chiara la dinamica aziendale.

Una corretta analisi sulla solidità patrimoniale può essere portata avanti utilizzando due differenti strumenti o modelli d'analisi, quali possono essere: l'analisi di correlazione tra le fonti e gli impieghi e quella di capienza del capitale netto. L'analisi di correlazione assume come finalità quella di valutare l'adeguatezza delle diverse fonti di finanziamento con gli investimenti effettuati, in modo da verificare se le diverse scadenze sono omogenee e se il tempo per il ritorno degli impieghi in forma liquida coincide con quello del pagamento dei diversi debiti esigibili, questo processo viene definito sincronizzazione. Il processo di analisi di sincronizzazione permette di stimare un certo giudizio sulla solidità patrimoniale di un'azienda in modo indiretto. Un'azienda può definirsi solida in termini di liquidità quando vi è un certo tipo di sincronizzazione tra la struttura degli impieghi e quella delle fonti, il debito in scadenza sul breve termine sarà coperto dal ritorno in forma liquida dell'investimento effettuato sul breve periodo<sup>18</sup>.

Per stimare ed analizzare la solidità patrimoniale societaria è necessario effettuare alcune considerazioni sul grado di capitalizzazione o di autonomia

---

<sup>18</sup> P. Ceroli, M. Ruggieri, *L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative*, Giuffrè, 2015

finanziaria, cioè sul grado di utilizzo del capitale netto per far fronte alla copertura del fabbisogno di finanziamento. La progressiva erosione dello stesso è da considerare come un primo importante segnale di crisi. Possiamo utilizzare due diversi indicatori:

Il primo indicatore è definito come indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche, e deriva dal confronto tra il capitale netto e le immobilizzazioni tecniche. Queste vengono classificate come investimenti duraturi d'impresa, ossia rappresentano: le immobilizzazioni immateriali, materiali o finanziarie. Per l'interpretazione di questo strumento d'analisi bisogna effettuare un confronto con altre aziende dello stesso settore, tanto più l'indicatore sarà vicino a 1 tanto più grande sarà la liquidità generata che rimane in azienda.

Un secondo indicatore utilizzato per stimare la solidità patrimoniale è rappresentato dal capitale netto di garanzia. Per la determinazione di tale indicatore è necessario effettuare una simulazione per quantificare le diverse perdite che l'impresa subirebbe in caso di liquidazione e si andrà a verificare se il capitale netto sarà sufficiente a far fronte alle diverse perdite di esercizio. In questa situazione un'azienda solida cercherà attraverso gli investimenti di colmare i diversi risultati residuali negativi e sarà in grado di generare una liquidità sufficiente a rimborsare i diversi creditori. Il capitale netto di garanzia viene derivato dalla relazione:

Capitale netto di garanzia:  $\text{capitale netto} / \text{perdite di liquidazione}$

Se l'indice assume valori superiori ad 1 l'azienda può reputarsi solida. In caso contrario vi è una possibile rischiosità per i creditori d'azienda, a cui può essere predisposta una ricapitalizzazione per sanare possibili inefficienze di sistema. Sul breve termine le diverse procedure di risanamento aziendale, possono prevedere l'autofinanziamento societario ossia la non distribuzione delle diverse risorse aziendali per incrementare il capitale netto. Per prevedere inefficiente di sistema ed uno stato di crisi persistente sul medio e lungo termine è necessario portare avanti una corretta gestione del fabbisogno di finanziamento aziendale ed è molto



importante in secondo luogo saper stimare e quantificare in che misura le diverse aree gestionali aziendali generano fabbisogno finanziario, così da prevedere sul breve o lungo periodo se accendere o meno un finanziamento. Queste informazioni sono molto importanti per gli organi direttivi aziendali, poiché attraverso questi dati societari è possibile effettuare una copertura più efficiente e razionale.

La misurazione del fabbisogno finanziario generato dalle diverse aree di gestione aziendali, deriva dallo stato patrimoniale gestionale che suddivide gli impieghi e le fonti per destinazione e per natura. Assume una forma scalare e le aree più significative per classificare le fonti e gli impieghi possono essere distinte in:

- Area gestione operativa corrente: Suddivide i diversi impieghi e fonti sulla base dei diversi processi di acquisizione dei fattori produttivi
- Area gestione operativa strutturale: raggruppa tutti i fattori produttivi pluriennali, che vengono coinvolti nella gestione caratteristica relativa al core business aziendale ossia ai diversi processi rilevanti d'impresa e le diverse fonti spontanee che riguardano il fabbisogno di finanziamento.
- L'area accessoria: rientrano in questa area gestionale tutte tutti gli impieghi e fonti coinvolti in un'attività operativa diversa dalla gestione caratteristica.
- L'area finanziaria: comprende la liquidità disponibile corrente ed i diversi debiti finanziari

Definendo in forma scalare i diversi impieghi e le fonti, la loro somma esprime il fabbisogno finanziario residuo o l'ammontare delle fonti di finanziamento in eccesso rispetto al fabbisogno di una certa area gestionale. La grandezza espressa in termini di fabbisogno di capitale è strettamente correlata, non solo con il conseguente andamento dei flussi di entrate monetarie per i diversi fattori di ricavo realizzato, ma anche con i diversi costi di esercizio sostenuti dall'attività aziendale. La variazione, in termini

temporali e le diverse clausole dell'insieme dei flussi di cassa, derivanti dalla gestione dell'attività aziendale, rappresentano un'incognita per il risultato societario; esso deriva anche dal modo in cui si correlano le diverse fonti e fabbisogni finanziari. L'area finanziaria può incrementare la variabilità del reddito, aumentando il rischio complessivo ed accostando al rischio operativo un fattore di rischio finanziario che può dipendere dalla non perfetta correlazione, degli elementi finanziari e dai tempi di durata relativamente alle diverse fonti circa clausole e modalità di rimborso. Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento necessarie devono essere messe in relazione, in modo da massimizzare l'equilibrio economico, patrimoniale, monetario del soggetto economico. È necessario che la struttura finanziaria dell'impresa venga perfezionata, evitando da un lato il verificarsi di crisi di liquidità e dall'altro assicurandosi che le diverse risorse monetarie necessarie allo svolgimento dell'attività aziendale non superino i fattori da utilizzare per la normale gestione dell'impresa. Il manifestarsi di condizioni di inefficienza riguardanti la liquidità del soggetto economico potrebbero comportare concrete difficoltà di coordinamento delle strategie di investimento e del rimborso dei debiti in scadenza. Per evitare situazioni di dissesto sarà necessario delineare i fabbisogni finanziari dell'organismo societario implementando la correlazione con le diverse fonti di finanziamento disponibili per l'impresa. Per stimare un complessivo fabbisogno finanziario sarà necessario derivare un fabbisogno durevole di lungo periodo e un fabbisogno temporale corrente di breve periodo. Sul piano teorico il fabbisogno durevole di lungo periodo dovrebbe corrispondere al capitale fisso per l'impresa, rappresentato dalle fonti d'investimento in immobilizzazioni, invece le risorse necessarie di breve termine dovrebbero rappresentare il capitale circolante<sup>19</sup>. Il quale incorpora diversi fattori che costituiscono il patrimonio aziendale e può essere rappresentato da: Scorte di materie prime, semilavorati e prodotti finiti,

---

<sup>19</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, FrancoAngeli, 2015

crediti commerciali verso clienti da fonti di debito verso fornitori e da diversi elementi finanziari come la cassa, banca ed altri valori monetari. La determinazione sul piano durevole e temporaneo per quanto riguarda il fabbisogno dell'impresa rappresenta un fattore fondamentale per la realizzazione di un'efficace struttura finanziaria aziendale, la quale deve conciliare le diverse acquisizioni dei fattori necessari a svolgere la normale attività d'impresa con la restituzione dei mezzi di finanziamento elargiti da terzi , con lo scopo di evitare un deterioramento del capitale o di una disponibilità monetaria eccessiva rispetto alle esigenze dell'impresa.

Prendendo in considerazione il fabbisogno finanziario, la determinazione delle diverse fonti di finanziamento per l'impresa deve poter massimizzare le occasioni offerte dal mercato in relazione al raggiungimento di diversi obiettivi relativi all'economicità, omogeneità, flessibilità ed elasticità dei processi legati alla gestione finanziaria. Sarà necessario inoltre prendere in considerazione i legami concreti tra i termini relativi alla durata delle operazioni di investimento ed i processi di finanziamento aziendale. Nell'aggregazione delle diverse categorie di fonti, il fabbisogno finanziario di lungo periodo dovrebbe essere ripristinato mediante il capitale proprio ed i finanziamenti di lungo termine, inoltre il fabbisogno temporaneo verrà rimborsato mediante le fonti di finanziamento di breve periodo. Questa condizione viene applicata, poiché separa le normali oscillazioni riguardanti l'andamento dei mercati monetari o finanziari in cui l'impresa contratta i possibili mezzi di finanziamento aziendale.

Può avvenire molto spesso che i fabbisogni di breve periodo siano coperti anche per un lasso di tempo relativamente lungo da finanziamenti di breve termine, poiché sarà difficile reperire risorse con vincolo di proprietà o crediti con scadenza di lungo termine. All'opposto Il capitale proprio e l'ammontare di debito sul lungo periodo, potrebbe superare il fabbisogno durevole, questa condizione si manifesta quando l'entità di fabbisogno temporaneo supera quella durevole e quando il credito di breve periodo sia difficile da reperire e particolarmente oneroso. Il fabbisogno può essere

derivato in relazione al termine di durata, alla stabilità degli impieghi e fonti di finanziamento aziendale, permettendo un legame concreto sul piano temporale tra le attività e le passività, questo in concreto per gli organismi societari significa aver disponibili l'ammontare dei fondi quando necessario e delineare un piano di restituzione in relazione con la diminuzione del fabbisogno societario.

Come abbiamo avuto modo di appurare l'accostamento del capitale di rischio aziendale con il credito, rappresenta una procedura complessa che necessita di un'analisi economico-finanziaria della gestione d'impresa. Una fonte di finanziamento deve essere coordinata con i diversi problemi sistemici aziendali che sorgono durante i processi societari e che sono rappresentati da decisioni di carattere unitario che devono tener conto di tutte le diverse condizioni legate al finanziamento iniziale tra quali: l'entità del rischio, redditività, gli interessi che derivano dal soggetto economico, le circostanze presenti e future dei mercati finanziari e monetari nei quali l'impresa opera. L'elaborazione di una Struttura Finanziaria (SF) ottimale d'impresa, necessita di una prima analisi finanziaria che deve essere portata avanti mediante una suddivisione dello stato patrimoniale in aree affini, rappresentate dalle relative fonti e impieghi. Operando un accostamento tra le diverse categorie di conto può essere derivato un risultato concreto sulla struttura finanziaria del soggetto economico e possono essere stabilite le procedure necessarie a perseguire la condizione di equilibrio nella struttura stessa. L'analisi normalmente prevede la comparazione di termini diversi o valori che possono essere così esplicitati dalla relazione:

$$IN + S + AF + AL = P + Dml + Db^{20}$$

IN= Questa voce rappresenta le immobilizzazioni materiali, che possono essere rappresentate da (impianti, macchinari, terreni, fabbricati, ecc.);

---

<sup>20</sup> P. Ceroli, M. Ruggieri, *L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative*, Giuffrè, 2015

S= Questo termine prende in considerazione le scorte di materie prime, semilavorati, prodotti finiti al netto delle voci contabili rettificate;

AF= Indica le procedure finanziarie senza nessuna funzione monetaria, che possono essere derivate da crediti originati dall'attività di produzione e dagli strumenti relativi all'attività finanziaria, i quali possono essere per esempio

i titoli, che non permettono un corrente potere di acquisto, al netto delle voci ratificate;

AL= Rappresentativo dei diversi processi che assumono una funzione monetaria (attività liquide), i quali possono essere: cassa e depositi bancari;

P= Questo termine rappresenta i fattori permanenti all'interno dell'impresa, indica il patrimonio ovvero le diverse risorse apportate mediante il vincolo del capitale di rischio rappresentato dal cap. sociale, dalle riserve e dagli utili capitalizzati;

Dml= Indica le voci di debito che si riferiscono al medio e lungo termine, valori consolidati quali le obbligazioni ed i mutui;

Db= Stabilisce i fattori di debito a breve termine, rappresentati da prestiti concessi dalle banche oppure dagli obblighi assunti nei confronti dei fornitori;

La formulazione della struttura finanziaria potrà assumere diverse configurazioni, che possono essere rappresentate in sintesi dalle tavole numero 1, 2, 3.

TAVOLA N1	
IPOTESI MARGINE DI STRUTTURA POSITIVO	
IN	P
	MARGINE DI STRUTTURA
S	Dml
+	+
AF	Db
+	
AL	

Se il valore del patrimonio aziendale supera l'entità impiegata nelle immobilizzazioni nette, il margine di struttura finanziaria rappresentato dalla relazione:  $P - IN$ , assume un valore positivo. Un margine di struttura positivo consente di rimborsare la quota di fabbisogno di lungo periodo con il patrimonio societario.

TAVOLA N2

IPOTESI FONDO DI ROTAZIONE POSITIVO	
IN	P + Dml
	FONDO DI ROTAZIONE CON P<IN
S + AF + AL	Db

Se l'entità del patrimonio è minore rispetto alle immobilizzazioni nette, ma il capitale permanente (rappresentato dal patrimonio dell'impresa e dalle voci di debito a medio lungo termine) assicura comunque la completa copertura delle immobilizzazioni assunte, la differenza derivata definisce il fondo di rotazione che può essere rappresentato dalla relazione:

$$(P + Dml) - IN^{21}$$

Il fondo di rotazione, o working capital sulla base del vincolo di bilancio, risulta uguale al capitale circolante netto (CNN), ossia a:

$$S + AF + AL - Db.$$

<sup>21</sup> P. Ceroli, M. Ruggieri, L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative, Giuffrè, 2015

Un fondo di rotazione positivo, come quello delineato presuppone che il soggetto economico sia in una situazione di equilibrio finanziario parzialmente espresso a causa della relativa diminuzione di patrimonio aziendale, rappresentato da un margine di struttura finanziaria non efficiente.

TAVOLA N3	
IPOTESI DI CAPITALE CIRCOLANTE NETTO NEGATIVO	
IN	P + Dml
	CCN < 0
S + AF + AL	Db

Se l'entità del patrimonio è più piccola rispetto al valore delle immobilizzazioni materiali è necessario prendere in considerazione sia il maggior ammontare del fabbisogno di capitale sul lungo termine rispetto alle fonti di finanziamento permanente, sia la maggioranza delle voci di debito a breve termine rispetto al capitale circolante lordo, rappresentato in questo caso da:  $S + AF + AL < Db$ , tale condizione assume un capitale netto negativo (CNN < 0). In questa situazione i debiti di breve periodo saranno immobilizzati, poiché sarà impossibile per l'impresa ridurre il volume di IN senza comportare un'interruzione dell'iter produttivo. Le inefficienze relative all'attività aziendale potranno essere superate, per



mezzo dell'apporto di capitale proprio oppure mediante un'implementazione delle riserve. Una condizione necessaria per poter mettere appunto queste procedure di intervento è rappresentata dalla capacità di reddito prospettica. In sostanza è possibile operare una riduzione delle fonti di indebitamento mediante la produzione di utili e cash flow, per poter garantire la solvibilità d'impresa. La mancanza di coordinamento tra fonti e fabbisogni comporta il passaggio da un margine di struttura e un fondo di rotazione positivi ad un margine di struttura negativo, e un capitale circolante netto negativo, che in proporzione corrisponde ad un aumento dei finanziamenti ottenuti che dovranno essere rimborsati, indipendentemente dalla loro durata formale. La deformazione della redditività d'impresa presuppone, per l'organismo societario, l'impossibilità di rimborsare l'ammontare dei finanziamenti ottenuti e la restituzione degli interessi accessori. Il fabbisogno finanziario d'impresa verrà ottenuto dalla coesione dei seguenti fattori:

- Acquisizione dei fattori produttivi (attività reali portate avanti nel processo produttivo)
- Dinamiche Finanziarie correlate al processo produttivo (disponibilità liquide, crediti di finanziamento ecc.

Per far fronte al fabbisogno di capitali, devono essere determinati i finanziamenti necessari allo svolgimento delle attività aziendali. La miglior struttura di raccordo tra fonti ed impieghi relativi alle risorse finanziarie presuppone che, a fronte di un corrente fabbisogno provvisorio, vi sia un debito a breve modificabile sul breve periodo. Nella realtà corrente si possono individuare strutture finanziarie che presentano entità di costo particolarmente contenuto ma che presuppongono rischi sistemici legati a fattori di rigidità specifici, come per esempio l'elevata probabilità di prosciugamento immediato di alcune fonti reddituali.

È essenziale che la sommatoria di tutti i fabbisogni residui venga coperta attraverso i debiti finanziari e il capitale proprio. Un'azienda che vuole effettuare una riduzione del proprio indebitamento può provare ad

estinguere il fabbisogno di finanziamento residuo che deriva da ogni area di gestione.

Questo processo consente di individuare la posizione finanziaria netta dell'azienda, ossia un indicatore molto significativo, che serve per stimare la capacità aziendale di generare cash flow e la predisposizione dell'impresa ad aumentare o diminuire l'indebitamento finanziario<sup>22</sup>.

Attraverso la posizione finanziaria netta possiamo valutare due duplici aspetti: la liquidità e l'indebitamento finanziario. Un incremento in tale indicatore rappresenta una condizione negativa, mentre una riduzione presuppone una situazione positiva nella quale giace l'impresa. Può essere stimato sulla base dell'intero ammontare dei debiti finanziari, o in alternativa sulla base delle componenti a breve e a medio/lungo termine. Analizzare e determinare i fattori che hanno generato il risultato di esercizio rappresenta una condizione molto importante nel caso di inefficienze economiche che possono portare ad una crisi finanziaria. Una crisi finanziaria si riconosce da una riduzione del risultato netto e del fatturato. Per la determinazione di uno strumento o indicatore necessario ad evidenziare la formazione del risultato d'esercizio si assume come condizione quella di suddividere i diversi costi e ricavi sulla base delle diverse aree di gestione rappresentative delle principali ed essenziali attività aziendali, le quali possono essere:

- l'area operativa o caratteristica, dove rientrano i costi e ricavi generati dai processi aziendali tipici di vendita, e costi che derivano dai fattori produttivi necessari per i processi tipici di trasformazione fisico tecnica;

---

<sup>22</sup> P. Ceroli, M. Ruggieri, *L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative*, Giuffrè, 2015

- l'area accessoria, o extra-caratteristica, rientrano in questa area gestionale i costi e ricavi relativi ad attività di investimento che non riguardano la gestione caratteristica;
- Area finanziaria, rientrano principalmente i costi ed in misura marginale i diversi ricavi relativi all'attività di copertura del fabbisogno finanziario d'impresa;
- Area straordinaria: in questa area gestionale, rientrano costi e ricavi relativi a situazioni non prevedibili;
- Area tributaria: fa riferimento alle diverse imposte sul reddito.

L'analisi ed il processo di stima dell'efficacia ed efficienza si concentra prevalentemente sull'area caratteristica poiché assume più rilevanza all'interno del risultato economico<sup>23</sup>. Il conto economico gestionale prende in causa le diverse aree di gestione, e possiamo trovare tre diverse configurazioni del conto economico:

- conto economico a costi e ricavi della produzione, che prende in causa in costi interni ed esterni sostenuti dall'impresa;
- conto economico a costi e ricavi del venduto, che suddivide i differenti costi in base ad ogni centro di responsabilità rilevante nell'area operativa aziendale;
- conto economico marginalistico: che opera una divisione tra costi fissi e quelli variabili.

La classificazione del conto economico è importante per capire dal punto di vista quantitativo e qualitativo, come l'impresa sia arrivata al risultato d'esercizio conseguito e quindi valutare l'equilibrio reddituale societario. La necessità di classificare il conto economico in modo diverso, dipende dai processi e scopo conoscitivi, inoltre è utile per aggregare i diversi dati interni ed informazioni esterne per un confronto con altre realtà d'impresa. Il conto economico a costi e ricavi della produzione sottolinea l'ammontare del

---

<sup>23</sup> P. Ceroli, M. Ruggieri, *L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative*, Giuffrè, 2015

valore relativo ai prodotti creati ed i costi necessari per sostenere la produzione sul medio/lungo periodo.

Il risultato della gestione relativa al core business d'impresa, ossia quella caratteristica deriva dalla differenza tra il valore dei diversi prodotti realizzati ed i costi di produzione. La determinazione del valore economico deriva dalla sommatoria tra: ricavi di vendita, variazioni di magazzino, prodotti finiti, semilavorati e prodotti in corso di lavorazione ed eventuali incrementi di valore nei processi interni aziendali. I costi di produzione vengono classificati in due tipologie differenti: i costi interni, ossia quelli relativi ai beni pluriennali e il personale, in secondo luogo possiamo trovare i costi esterni che derivano dai fattori produttivi correnti. Questa classificazione tra le componenti di reddito positive e negative, possono portare alla determinazione di due risultati intermedi all'interno della gestione caratteristica: il valore aggiunto ed il margine operativo lordo.

Il valore aggiunto deriva dalla differenza tra valore della produzione e il totale dei costi esterni sostenuti dall'impresa, mentre il secondo termine si ottiene sottraendo i costi relativi al personale dal valore aggiunto.

Il valore aggiunto viene comparato con altre aziende dello stesso settore, e confrontare il valore aggiunto di due diversi competitors, non prendendo in considerazione il risultato operativo può essere essenziale. Il margine operativo lordo misura il grado di correlazione tra le diverse possibili entrate ed uscite dell'impresa e quindi fornisce informazioni interessanti circa il flusso del capitale circolante netto caratteristico. Il margine operativo viene detto anche (MOL) e consente di integrare ed analizzare gli aspetti del risultato economico con quelli relativi alla capacità dell'area di generare liquidità sul medio/lungo termine, inoltre rappresenta un valore fondamentale per la redazione e costituzione del rendiconto finanziario.

Tra le due diverse classificazioni di conto economico, quello a costi e ricavi della produzione è il più utilizzato poiché assume un minor costo informativo, mediante l'utilizzo di bilanci pubblici. Il conto economico a costi e ricavi del venduto si caratterizza per due diversi aspetti rilevanti, i quali

possono essere: prende in causa i diversi processi di vendita e suddivide i diversi costi relativi alla gestione caratteristica per destinazione. Lo schema di conto economico definisce tutte le diverse componenti di costo correlate all'attività produttiva, quando si sottrae al fatturato si ottiene una grandezza che viene definita < margine lordo industriale >, che definisce il margine lordo economico generato dall'attività produttiva ossia all'attività industriale. Il risultato lordo industriale rappresenta un indicatore particolarmente efficiente quando si vuole stimare la capacità di generare introiti della sola attività industriale d'impresa, senza prendere in causa altri fattori di matrice finanziaria, accessoria e straordinaria.

Questo modello di conto economico si focalizza maggiormente sulle vendite e sul risultato d'esercizio delle effettive attività gestionali, cercando di superare il limite del conto economico a costi e ricavi della produzione. Questo schema d'analisi utilizza un criterio per destinazione e permette inoltre di scomporre l'attività caratteristica nelle diverse attività fondamentali d'impresa come quella industriale, commerciale, logistica, amministrativa. Consente di classificare i costi dei fattori produttivi consumati per ciascuna categoria o area gestionale, inoltre il conto economico a costi e ricavi del venduto è importante ed assume un'efficacia maggiore per una attenta valutazione delle leve di miglioramento e di consolidamento del risultato d'esercizio. Lo schema di conto economico si presenta così formato:

(FATTURATO) - COSTO DEL VENDUTO = RISULT. LORDO INDUSTRIALE  
(COSTI COMMERCIALI & COSTI AMMINISTRATIVI E GENERALI) = REDDITO OPERATIVO<sup>24</sup>

Partendo dal fatturato, che definisce i diversi proventi positivi generati dall'attività d'impresa, si ottiene il primo risultato intermedio che è rappresentato dal risultato lordo industriale, sottraendo il costo del venduto

---

<sup>24</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

che viene definito sulla base di voci relative al processo di produzione in senso stretto. Dopo aver sottratto al risultato lordo industriale i diversi costi amministrativi, commerciali si arriva ad ottenere il reddito operativo. Questo elemento rappresenta uno degli indicatori essenziali della redditività aziendale, il reddito operativo definisce l'andamento del core business dell'impresa ed è importante tenerlo sotto controllo e mantenerlo positivo, poiché un'azienda solida sul lungo periodo deve generare valore sulla base della sua attività tipica societaria. Quando il reddito operativo è positivo l'azienda dispone di risorse utili per far fronte ai propri investimenti, debiti e riuscirà a produrre ricchezza nel tempo. Se l'impresa ottiene un reddito operativo negativo, vuol dire che il prezzo di vendita dei beni prodotti non è sufficiente a far fronte al costo di produzione complessivo e l'impresa non riuscirà neppure a perseguire gli obiettivi primari di breve periodo.

Il conto economico marginalistico viene redatto sulla base del conto economico a costi e ricavi della produzione oppure a costi e ricavi del venduto, che classificano i costi relativi al core business dell'impresa in fissi e variabili. Vengono definiti costi variabili quelli che si modificano al variare di una grandezza di riferimento che viene definita come "driver" di costo, mentre sono considerati costi fissi quelli che si modificano sulla base di variazione del "driver"<sup>25</sup>.

Se si utilizza il modello del conto economico dei costi e ricavi del venduto allora l'ammontare delle vendite verrà utilizzato come driver di costo, mentre se si utilizza l'altro schema di conto economico si individuerà il volume della produzione aziendale come driver di costo. Il conto economico marginalistico viene utilizzato come modello d'analisi dei processi aziendali interni ed inoltre viene adoperato per la redazione di bilanci di simulazione, strumenti volti alla programmazione e pianificazione delle attività aziendali sul lungo periodo necessari per operare risanamenti societari nel periodo di

---

<sup>25</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

crisi o in tutte quelle circostanze che rendono necessaria la redazione di business plan o piani industriali.

#### **1.2.4 - L'impresa e il processo di risanamento aziendale**

Dopo aver definito la concezione di crisi e declino è possibile delineare la condizione di risanamento aziendale e ristrutturazione, sulla base di un incremento del valore societario economico-finanziario in termini di ripresa. Nel contesto attuale le imprese che presentano diverse inefficienze possono predisporre piani di risanamento aziendale su più fronti, ossia possono perseguire scelte diverse sul piano finanziario, come la rinegoziazione dell'indebitamento oneroso. Possono inoltre mettere in atto azioni sulla gestione tipica dell'impresa, promuovere delle liquidazioni di singole voci del patrimonio aziendale e nei casi più critici si presuppone una cessione di un ramo d'azienda (parziale) o totale. L'operazione di cessione permette il trasferimento della realtà aziendale o di un singolo ramo dell'impresa, da un soggetto economico (cedente) ad un nuovo individuo, che secondo la disciplina civilistica nazionale potrà essere un'impresa individuale, società di persone o di capitali. L'operazione di cessione dell'impresa presuppone l'estinzione di ogni legame tra cedente e società <sup>26</sup>. Mediante tale operazione, il cedente potrà assicurarsi tramite lo smobilizzo di alcuni beni risorse supplementari per far fronte alle diverse inefficienze di sistema. Tra le diverse operazioni possibili operate dal management per una creazione di valore addizionale, si dovrà cercare di valutare l'alternativa che assuma un minor onere comparando il valore del soggetto economico in crisi con il valore attribuito all'impresa successivamente all'alternativa rilevante assunta. Il processo di ridefinizione dell'equilibrio economico e finanziario

---

<sup>26</sup> M. Mancin, *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, Giappichelli, Torino 2016

predisposto dall'impresa dovrà portare alla migliore ristrutturazione aziendale, una volta ristabilito il criterio dell'economicità all'intero dell'organismo societario. La necessità di elaborare una strategia di risanamento aziendale è dovuta alla possibilità di ristabilire e creare un certo valore all'interno della realtà aziendale, che permetta all'impresa la sopravvivenza sul lungo periodo e l'incremento della dimensione, mediante una riduzione dei costi medi unitari di produzione grazie alle economie di scala crescenti. Sovente le diverse inefficienze sono date dall'impossibilità per l'impresa di sviluppare nuove idee, necessarie ad ottenere un certo margine di profitto ed una posizione competitiva all'interno del mercato di riferimento, oppure all'incapacità di coordinare la gestione aziendale con lo sviluppo di programmi che definiscano obiettivi concreti di lungo periodo. La situazione di crisi è una condizione patologica sistemica, il cui stadio iniziale molto spesso interessa un'area specifica dell'impresa ed in seguito coinvolge tutta la realtà aziendale compromettendo gli obiettivi di breve e lungo periodo, rappresentando un presupposto di inefficienza che si autoalimenta da solo. La crisi rappresenta una situazione discorde dalla normalità, nella quale diversamente si manifestano situazione positive e negative che caratterizzano la realtà aziendale; rappresenta una condizione ciclica che difficilmente sarà possibile arginare senza un piano di risanamento ben preciso attuato dagli organi societari. La condizione di inefficienza non è più una situazione negativa di normale andamento dell'attività caratteristica aziendale, ma presuppone una situazione patologica così critica da rendere difficile la permanenza dell'impresa anche all'interno dell'ambiente competitivo nel quale opera.

Per cercare di arginare le diverse inefficienze di sistema è necessario assumere un atteggiamento strategico positivo rivolto al futuro e capace di essere predisposto al cambiamento per perseguire i diversi obiettivi aziendali. La realtà economica che assume la strategia di risanamento deve essere predisposta alla crescita e dovrà saper cogliere dalle inefficienze di sistema, benefici dal punto di vista strategico ed operativo per una miglior



crescita ed implementazione sul lungo periodo, massimizzando il vantaggio competitivo all'interno del mercato.

La condizione negativa di inefficienza aziendale, contribuisce al cambiamento motivando il soggetto economico a perseguire un piano di risanamento aziendale, con lo scopo di ristabilire il valore economico iniziale e riacquistare vantaggio competitivo all'interno del proprio settore di riferimento. Le realtà societarie che presentano diverse inefficienze settoriali, possono operare congiuntamente su più fronti per ripristinare la condizione di equilibrio ante crisi, ossia possono:

- Prendere in considerazione scelte critiche di gestione caratteristica, legate al core business aziendale;
- Operare scelte legate alla struttura finanziaria aziendale, effettuando la rinegoziazione dell'indebitamento oneroso, senza precludere nuovi apporti di capitale;
- Collocare specifici elementi patrimoniali in liquidazione, non collegati direttamente alla gestione caratteristica dell'impresa;
- Mettere in atto un piano di risanamento aziendale, definiti i diversi presupposti principali per il rilancio dell'organismo societario sul mercato;
- Prevedere una cessione parziale o totale dell'organismo societario.

L'imprenditore dovrebbe cercare di attuare la procedura che implementi e produca valore all'interno del soggetto economico in crisi e che presenti il minor onere sulla base della differenza tra il valore del soggetto economico in crisi e l'entità di valore prodotta in seguito ad una sua singola scelta aziendale futura. La procedura di risanamento deve poter ridefinire una struttura efficiente per il soggetto economico, ristabilendo gli obiettivi legati all'economicità imprenditoriale. All'interno della procedura è importante differenziare il processo di Turnaround imprenditoriale dalla nozione di risanamento aziendale. La procedura di Turnaround viene

perfezionata durante la fase di declino dell'impresa, prima che le inefficienze patologiche legate alla crisi vengano conclamate.

Il processo di risanamento viene portato avanti invece dopo aver appurato la condizione di crisi all'interno dell'organismo societario e si caratterizza dalla presenza di sintomi correnti, necessari ad essere sanati sul breve periodo. In entrambe le situazioni, per implementare il posizionamento all'interno del mercato competitivo è necessario analizzare le diverse cause che hanno portato alla crisi così facendo da poter delineare un piano di risanamento aziendale capace di ripristinare e creare un certo valore all'interno dell'organismo societario. Una situazione di crisi deriva da diverse cause che possono essere determinate dall'impossibilità di creare valore con i normali processi aziendali legati alla gestione operativa d'impresa e ha come assunto principale la cognizione della reversibilità o irreversibilità della stessa. Una prima analisi efficiente dovrà essere effettuata rilevando le diverse cause di dissesto economico-finanziario in quanto ogni crisi può assumere diverse configurazioni, che possono presupporre diverse modalità d'intervento<sup>27</sup>. In una situazione di crisi finanziaria, il soggetto economico dovrà procedere a ristabilire la condizione di equilibrio, mediante piani di risanamento aziendali volti alla ristrutturazione dei debiti nei confronti dei creditori e i diversi intermediari finanziari. Il forte legame tra la struttura finanziari e la struttura operativa aziendale presuppone che il superamento delle inefficienze legate ad una situazione di crisi venga affrontato mediante un piano industriale ben strutturato. Sulla base dei flussi di cassa originati consentirà di formulare delle ipotesi potenzialmente attuabili per ristrutturare il rimborso del debito. La procedura di risanamento aziendale sarà articolata in diverse fasi, che possono essere:

- Possibilità di stipulare accordi con i diversi creditori (molto spesso con intermediari finanziari), evitando di dichiarare lo stato di insolvenza;

---

<sup>27</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

- L'organismo societario in crisi provvede a delineare mediante l'aiuto di un consulente aziendale, un piano industriale contenente le ipotesi della procedura di risanamento;
- Seguendo le linee guida del piano industriale, mediante l'aiuto di un consulente aziendale viene redatto un prospetto finanziario, il quale sarà strutturato delineando le diverse modalità di rinegoziazione dei debiti, per un miglior coordinamento con la capacità di generare flussi di cassa monetari.

Mediante il prospetto industriale sarà possibile attuare diverse procedure di intervento, che possono prevedere:

- Un intervento sul piano industriale: sarà necessario operare un intervento industriale, per la creazione e l'immissione di nuovi prodotti sul mercato che favoriscano all'interno del sistema la produzione di nuovi strumenti innovativi aziendali, ed in oltre sarà necessario una ridefinizione dei processi di trasformazione fisico-tecnica per assicurare un decremento dei costi per unità di bene prodotto;
- Un intervento sul piano gestionale: Consentirà di intervenire mediante procedure mirate a ridurre la richiesta di nuovi finanziamenti esterni, che consentiranno di ridurre i costi operativi. Dovrà essere operata un'attenta analisi della struttura d'impresa per cercare di ridurre i costi sostenuti non necessari al fine dell'implementazione dei processi aziendali;
- Un intervento sul piano finanziario: Che verrà attuato prendendo in considerazione i diversi investimenti essenziali a sostenere la procedura di risanamento aziendale. Questi investimenti prenderanno in considerazione sia beni materiali che immateriali essenziali per l'innovazione dei prodotti e processi aziendali incorporati nell'iter di risanamento societario. Si tradurranno in approvvigionamenti mediante fonti non onerose come il capitale di rischio oppure per mezzo

di fonti onerose rappresentate dal capitale di credito, che potrà risultare difficile da reperire in condizioni di crisi aziendali.

La procedura di superamento della crisi d'impresa dovrà essere attuata mediante la formulazione di un piano che preveda le modalità ed i tempi per il raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario aziendale. Il processo di turnaround messo in atto dall'impresa consentirà il coinvolgimento di tutti i portatori d'interessi societari e di perseguire sul lungo periodo una condizione di efficienza che coinvolgerà tutto l'organismo societario nel contesto in cui opera. I diversi processi attuati serviranno a supportare il piano di risanamento aziendale e consentiranno di stanziare attività portate avanti con lo scopo di evitare uno successivo peggioramento della crisi. La distinzione tra la fase propedeutica e quella stanziata per la realizzazione della procedura di risanamento aziendale può essere labile. La strutturazione del piano potrebbe rappresentare una fase di semplice ragionamento sulla realizzazione di interventi strategici tra soggetti incorporati nella procedura di turnaround aziendale, poiché nella rappresentazione del piano di risanamento non tutte le sfaccettature relative alla gestione futura dell'organismo societario possono essere delineate. Prima di analizzare nello specifico i caratteri relativi alla formulazione di un piano e le diverse procedure di risanamento aziendale, possiamo affermare che il risultato di un processo di turnaround messo appunto è strettamente correlato alla volontà dell'impresa di stabilire le procedure cardini essenziali a far fronte alla crisi. È necessario che le diverse attività vengano attuate in modo rapido, il processo di turnaround dovrà essere svolto in 12-18 mesi al massimo secondo la letteratura predominante. Nei primi 3-6 mesi dovrà produrre margini positivi portando l'impresa ad una implementazione del risultato iniziale entro i 12 mesi successivi. La procedura di Turnaround dovrà necessariamente avere come

fine l'implementazione della gestione aziendale mediante il riassetto strutturale economico-finanziario societario<sup>28</sup>.

Questo iter presuppone diverse condizioni critiche da risanare e la vera ragione di difficoltà aziendale da dover superare è rappresentata dalla distanza del soggetto economico in crisi dal proprio break-even point. In sostanza se l'organismo societario viene collocato in prossimità di tale punto, la ridefinizione di una buona strategia di risanamento che ipotizza una riduzione considerevole dei costi, potrebbe rappresentare un efficiente strumento necessario a superare la condizione di dissesto. Se diversamente l'organismo societario si colloca lontano dal raggiungimento del break-even point, la procedura di risanamento aziendale sarà molto più articolata e la condizione di inefficienza aziendale sarà molto più difficile da sanare. I diversi processi di risanamento dell'impresa vengono articolati mediante la formulazione di un piano di risanamento ben strutturato, il quale incorpora due documenti complementari tra loro, quali possono essere: il piano industriale ed il piano finanziario. Il primo viene redatto dal management dell'impresa che versa in una situazione di crisi societaria, con l'aiuto di alcuni consulenti esterni alla realtà aziendale. Rappresenta un documento formale mediante il quale vengono delineate le diverse azioni strategiche di intervento, necessarie da sostenere per ripristinare un flusso reddituale positivo. Il secondo prospetto viene strutturato da soggetti esterni, sulla base della capacità dell'impresa di creare flussi reddituali positivi ed inoltre definisce aree e processi tipici della realtà economica aziendale, quali possono essere: la struttura finanziaria dell'impresa, il fabbisogno di risorse aziendali ed il loro rispettivo tempo di realizzo.

Il piano industriale viene strutturato, prendendo in considerazione due tipi di interventi necessari: uno esterno ed uno interno.

- Intervento esterno: Viene attuato presupponendo apporti di patrimonio netto o conferimenti; nuova emissione totale o parziale di debiti,

---

<sup>28</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

tramite accordi di definizione e stralcio; rinegoziazione dei termini legati ai finanziamenti in essere, nello specifico dei tassi di interesse operati; distribuzione di nuova finanza; ricollocamento dei debiti a breve termine in debiti a medio-lungo periodo attraverso un rafforzamento del debito;

- L'intervento interno: Viene definito sulla base del trasferimento di beni strumentali non legati alle procedure strategiche, scelte manageriali protratte attuate in modo da incrementare l'efficienza dei processi di trasformazione fisico-tecnica (decremento dei costi, incremento dei flussi reddituali); l'autofinanziamento dell'organismo societario attuato mediante margini di risultato che derivano dalla gestione corrente. Il fine comune di queste procedure è rappresentato dalla creazione di un flusso di liquidità incrementale rispetto a quello generato dalla gestione legata al core business aziendale, attuato per una riduzione dell'indebitamento, restituendo così credibilità al piano di rientro dell'esposizione debitoria nei confronti dei creditori che hanno aderito al piano.

Un decremento nell'indebitamento porterà ad una diminuzione degli interessi passivi, generando un effetto positivo ciclico sui conti aziendali e sulla probabilità di successo della procedura di risanamento societaria. Insieme ai processi attuati per una ridefinizione della struttura patrimoniale, il soggetto economico dovrà focalizzarsi anche sulle attività di ristrutturazione economica, necessarie ad una razionalizzazione della struttura aziendale e che porteranno ad una miglior ridefinizione della strategia. Inoltre dovranno essere operate procedure per la massimizzazione dei ricavi, in questo modo verranno ridotti i volumi di produzione meno redditizi che non producono valore all'interno dell'impresa, con un successivo decremento del personale interno. Dovranno essere messe in atto politiche riguardanti l'implementazione del capitale circolante, mediante per esempio, una miglior procedura di gestione che assicuri un decremento delle giacenze medie di magazzino e

porti a un miglior riassetto tra crediti e debiti derivanti dal settore operativo e commerciale d'impresa.

Le linee guida riguardanti la definizione della strategia, dovranno essere ridefinite, inoltre gli organi decisionali dovranno generare utili di breve periodo per assicurare un miglior sviluppo societario sul medio/lungo termine.

Sul piano finanziario è bene specificare che l'attuale crisi dei mercati finanziari, ha generato una riduzione delle risorse necessarie ad assicurare specifici interventi settoriali rendendo così ancor più difficili le procedure di risanamento aziendali in termini finanziari. Il prospetto mediante il quale sarà possibile attuare una ristrutturazione finanziaria, deve incorporare e coordinare i flussi riguardanti il rimborso dei debiti, con la necessità di disporre di risorse finanziarie, necessarie alla messa a punto del piano industriale, con l'obiettivo di ristabilire un equilibrio economico sul breve termine in grado di assicurare il raggiungimento di una stabilità patrimoniale di lungo periodo.

L'equilibrio sul piano patrimoniale può essere derivato dal rapporto tra i mezzi propri ed i mezzi di terzi, inoltre per diminuire l'ammontare delle risorse di pertinenza di terzi, il soggetto economico dovrà negoziare con i diversi intermediari finanziari una ristrutturazione del debito coerente con i flussi di cassa generati dai processi relativi alla gestione caratteristica d'impresa come delineato dal piano industriale.

Il piano finanziario dovrà incorporare i diversi risultati positivi realizzati dalla messa a punto del piano industriale, rendendo possibile la formulazione di una struttura finanziaria più efficiente, in modo da garantire anche sul lungo termine il rilancio dei processi aziendali e assicurare la sopravvivenza dell'impresa nel mercato in cui opera. Una delle prime procedure previste dal piano industriale, molto spesso concerne i mezzi propri ed in generale è previsto un aumento di capitale attuato da nuovi investitori o vecchi azionisti. Questa procedura viene portata avanti con lo scopo da una parte di incrementare la fiducia dei diversi portatori di interessi aziendali ed inoltre

permette un decremento dell'esposizione finanziaria netta. L'attuale aumento di capitale, mette in risalto la volontà da parte dei diversi azionisti di perseguire con determinazione le ipotesi previste dal piano industriale, credendo nella procedura di risanamento e ristrutturazione aziendale.

I prospetti di risanamento societario sul piano finanziario, oltre alla procedura di aumento del capitale sociale, possono prevedere la riformulazione dei tempi circa le posizioni debitorie preesistenti, assicurando il rimborso in un arco temporale più grande. Mediante la procedura di consolidamento aziendale, i diversi intermediari finanziari si impegnano a non richiedere il rimborso del debito prima del periodo concordato, assicurando un decremento del tasso di interesse. Normalmente i piani di ristrutturazione finanziaria vengono formulati, assicurando il rispetto di alcuni indici economici-finanziari indicativi del livello di indebitamento riguardanti i processi societari, necessari ad analizzare la procedura di risanamento ed a tutelare i diversi finanziatori. Gli indici più efficienti generalmente impiegati possono essere rappresentati da: il rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta ed Ebitda (PFFN/Ebitda), il rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta e il Patrimonio Netto (PFN/PN), la relazione tra gli Oneri Finanziari e il Fatturato (OOF/F)<sup>29</sup>.

La principale finalità perseguita mediante tali indicatori viene garantita attraverso il controllo continuo dell'andamento del piano, che deve essere reso noto dai diversi finanziatori con cadenze temporali prestabilite, derivanti dalla contrattazione attribuita al rimborso del debito.

Un piano strategico ben formulato consente all'impresa di colmare le diverse inefficienze che hanno portato alla crisi, l'analisi delle diverse cause che hanno comportato una crisi di sistema viene dopo la formulazione di un

---

<sup>29</sup> P. Ceroli, M. Ruggieri, *L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative*, Giuffrè, 2015



nuovo modello per attuare una strategia competitiva sul mercato. L'iter assume la pianificazione e l'avvio di una nuova formula strategica, volta ad ottenere un maggior vantaggio competitivo comportando un cambiamento effettivo nel soggetto economico, che potrà generare valore sul lungo termine. L'esecuzione di questo processo consentirà all'impresa di rimuovere le diverse cause di inefficienza dell'organismo societario.

Questo processo consente di risolvere e far fronte a due rischi sistemici tipici, il primo è conseguente ad una inefficienza diffusa in tutti i diversi processi aziendali e presuppone uno stato di urgenza mentre il secondo si ricollega alle cause che hanno portato alla crisi. La ricerca delle diverse cause che hanno comportato la crisi aziendale e le diverse procedure per una rimozione efficace sottrae tempo ed energie per la ridefinizione e la formulazione di un nuovo processo strategico. Molto spesso quando una realtà economica aziendale verte in una situazione patologica di crisi sarà utile la comprensione delle diverse cause che hanno portato ad una situazione di squilibrio settoriale, ma non assicurerà il rilancio dell'impresa all'interno del settore nel quale opera. Per il rilancio dell'impresa dovrà essere formulata una nuova strategia di risanamento aziendale volta ad attuare un piano efficiente per il rinvio dell'impresa sul mercato. Questo processo viene portato avanti per far fronte a due diversi motivi ossia come prima condizione possiamo concentrare l'energia dei processi aziendali per la creazione di qualcosa di nuovo invece di attuare processi volti solo a prevenire il formarsi di condizioni negative. Il risanamento delle inefficienze che hanno portato alla crisi vengono portate avanti sul breve termine e l'impresa potrà essere motivata fin quando perdura la minaccia aziendale. Questi diversi motivi hanno portato alla ridefinizione di un processo diverso, che può essere così delineato:

- Individuare all'interno del sistema aziendale, risorse con un certo potenziale a carattere positivo che sono inesprese;

- Delineare diverse situazioni, nelle quali queste risorse potrebbero rappresentare un valore aggiunto per l'impresa e fattori critici di successo;
- Mettere in atto le diverse azioni per utilizzare queste risorse a carattere positivo nei diversi processi aziendali;
- Implementarle per il raggiungimento di un risultato economico positivo;
- Formulare un piano sistemico;
- Controllare l'iter di risanamento aziendale

Una strategia di risanamento efficiente deve essere portata avanti individuando nella prima fase iniziale le risorse economiche inesprese che possono incrementare il valore del soggetto economico e possono contribuire a massimizzare il vantaggio competitivo dell'impresa sul mercato. La presenza di queste risorse deve avere un valore sinergico, ossia i diversi fattori inespressi strettamente collegati tra loro, devono generare un valore maggiore rispetto alle singole componenti aziendali. La situazione di inefficienza aziendale potrebbe essere risolta sennò mediante una liquidazione piuttosto che attuare un processo di risanamento volto al recupero delle stesse.

Quest'ultima procedura attuabile non deve essere considerata come un obbligo, perché nell'ambito d'impresa ci sono molteplici possibili soluzioni perseguibili, tra cui la liquidazione e il fallimento. La realtà aziendale esiste per produrre valore all'interno del sistema economico nel quale opera, nella situazione in cui piuttosto di produrre valore viene distrutto è meglio che i diversi fattori che possono presupporre un risultato positivo vengano disaggregati, rimpiegati nei processi aziendali, riutilizzati in altre situazioni ed utilizzati in contesti differenti in modo da implementare l'organismo societario. Le diverse risorse utilizzabili inesprese rappresentano un valido motivo per attuare e formulare una strategia volta al risanamento

aziendale. Il valore rappresentato da una risorsa presuppone il fattore rilevante che dipende dall'unicità della stessa, dalla durevolezza e dall'entità di valore che potrebbe rappresentare per il mercato.

Un fattore all'interno della realtà economica aziendale è rilevante quando rappresenta un valido contributo nel processo di valore attribuibile al cliente, tale valore deve essere percepito come unico, dal mercato in questo modo la risorsa inespressa recuperata comporterà un valore aggiunto potenziale da usare per ottenere un certo vantaggio competitivo all'interno dell'impresa. La durevolezza della risorsa è strettamente legata al tempo, nel quale il fattore potrebbe fornire un importante contributo per il cliente, ed inoltre definisce il termine temporale necessario ai diversi competitors per realizzare la risorsa inespressa. Mediante l'estensibilità si esprime la capacità per il fattore di definire un certo sviluppo attuabile in altri settori o contesti di mercato differenti, combinando interdipendenze con altre risorse diverse in modo da massimizzare il valore apportato.

Mediante l'elaborazione di un piano sistemico sarà possibile delineare le risorse per una corretta implementazione ed attivazione delle stesse. La massimizzazione del valore e la sua creazione è legata alla combinazione delle risorse inesprese con nuovi processi gestionali, così facendo verrà attuato un processo virtuoso capace di alimentarsi da solo e rappresentare una fonte positiva necessaria a ristabilire l'equilibrio aziendale ed a garantire una condizione di efficienza all'interno della realtà economica societaria.

Il processo di risanamento aziendale viene portato avanti considerando tre interventi necessari all'interno dell'impresa, connessi in modo sistemico, i quali possono essere così definiti<sup>30</sup>:

- Riposizionamento competitivo all'interno del mercato;
- Ristrutturazione organizzativa dell'impresa;

---

<sup>30</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

- Riformulazione della struttura finanziaria del soggetto economico.

Qualsiasi piano strategico, volto al risanamento non può ignorare un riposizionamento all'interno del mercato dei prodotti e servizi offerti. Quando l'impresa è posizionata e ben orientata dal punto di vista strategico assume un certo vantaggio competitivo, la possibilità di implementazione e di successo del turnaround è incrementata. Una realtà aziendale pur focalizzandosi in un settore con poche risorse potrà mediante un buon posizionamento produrre valore grazie ad un efficiente collegamento all'interno dell'ambiente nel quale opera. Nel caso in cui un'impresa invece si collochi in un contesto economico estremamente redditizio, potrà invece non massimizzare il proprio valore poiché assume una sbagliata strategia di posizionamento volta a non attribuire nessun vantaggio competitivo per l'impresa.

La miglior strategia che deve essere definita per ottenere risultati positivi incrementali dovrà permettere di operare su nuovi mercati altamente redditizi, raggiungendo una posizione di leader determinante sul mercato. La strategia deve essere delineata considerando come fattori chiave i business potenziali di successo volti a ristabilire l'equilibrio economico dell'impresa e il vantaggio competitivo che deve essere massimizzato attuando nuovi processi strategici capaci di ridefinire il valore delle risorse non sfruttate all'interno dell'impresa. Quando l'attività principale caratteristica dell'impresa o core business, viene considerata un fattore ad alte potenzialità e sarà ancora capace di generare flussi reddituali positivi, allora la realtà societaria avrà come obiettivo principale il rilancio dell'impresa. Il soggetto economico potrà implementare le proprie attività e processi aziendali sul mercato, attraverso un incremento dei ricavi di esercizio e una riduzione dei costi necessaria a favorire lo sviluppo economico aziendale. Quando invece il fulcro dell'attività caratteristica non è più proattivo, la definizione di un piano strategico volto ad ottenere una "positioning" sul mercato superiore alla media non sarà sufficiente, per

ottenere maggior vantaggio competitivo, sarà necessario utilizzare al meglio le risorse critiche. Le quali possono essere i fattori legati al branding dell'impresa e tecnologie innovative, utili per una collocazione dell'impresa in un contesto competitivo, nel quale la realtà economica aziendale assumerà una posizione di leadership, massimizzando i flussi reddituali in entrata.

Il processo di risanamento aziendale può essere perseguito all'interno del business caratteristico relativamente all'attività tipica d'impresa oppure utilizzando un business collegato. Un'altra modalità che produce risultati positivi, può essere portata avanti cercando di perseguire entrambi gli obiettivi, l'impresa per raggiungere un risultato reddituale positivo dovrebbe cercare di entrare in nuove aree strategiche aziendali, focalizzando e ridefinendo gli obiettivi possibilmente raggiungibili e massimizzando il valore economico societario. La nuova strategia elaborata dovrà sviluppare sinergie tra le nuove aree strategiche, le risorse esistenti all'interno dell'impresa e quelle utilizzabili sul lungo periodo.

Il processo di risanamento dovrà cercare di implementare tutte le diverse sinergie attivabili, massimizzando la procedura di creazione di valore all'interno del soggetto economico. Come finalità principale l'impresa dovrà implementare le diverse interdipendenze tra le attività aziendali e le diverse aree strategiche correnti e potenzialmente sviluppabili in futuro.

Mediante la condivisione delle risorse, processi interni aziendali e clienti si cercherà di aumentare i volumi di produzione e i prezzi dei diversi prodotti offerti sul mercato, mirando ad una riduzione concreta del costo per unità di prodotto. Possiamo trovare due tipi di relazioni, che possono essere differenziate in: tangibili e intangibili. Rappresentano interdipendenze tangibili, la condivisione di fattori chiave, processi aziendali e portafogli clienti che possono essere fisicamente ed economicamente derivabili ed individuabili. Possiamo assumere relazioni invece intangibili quando gli elementi e le risorse condivise non sono facilmente identificabili sul piano

fisico ed economico e tale derivazione potrà viene esplicitata mediante le capacità imprenditoriali.

Le sinergie possono avere peculiarità diverse ed essere classificate in modo differente: sinergie di mercato, produttive, approvvigionamento, infrastrutturali, finanziarie e fiscali. Le diverse sinergie di mercato vengono ottenute mediante l'elaborazione di servizi e prodotti differenziati offerti, cercando di massimizzare le vendite in modo da ottenere flussi reddituali positivi maggiori. La sinergia che prende in considerazione grandezze legate alla produzione, può essere derivata utilizzando fattori comuni e si focalizza principalmente sull'implementazione dell'attività e delle procedure legate all'area di gestione logistica d'impresa. Nell'iter produttivo possono essere portate avanti sinergie per l'approvvigionamento, che si traducono in miglior processi e fattori produttivi di acquisizione aziendale, necessari alla riduzione di costi, massimizzando la qualità del prodotto offerto.

Dopo aver analizzato le sinergie da un punto di vista operativo, dobbiamo considerare le diverse interdipendenze infrastrutturali, che vengono messe in atto per favorire lo sviluppo di sistemi di supporto nelle diverse aree di gestione aziendale, come la gestione del personale, amministrativa e legale all'interno dell'impresa. Le strategie finanziarie attuabili hanno il compito di ridurre considerevolmente il costo complessivo dei diversi finanziamenti, questo obiettivo viene raggiunto mediante lo sfruttamento delle aree strategiche d'affari ed i diversi flussi finanziari complessivi e per mezzo delle diverse strategie finanziarie sarà possibile ridurre il rischio aziendale diversificando gli investimenti settoriali d'impresa. Questi processi vengono considerati come unici e producono un certo valore aggiunto all'interno di una realtà aziendale capace di contribuire in modo consistente alla creazione di valore, molto spesso però queste sinergie di diversificazione vengono trascurate all'interno del soggetto economico e assumono un ruolo di minore importanza.

I processi sul piano fiscale attuabili per implementare la creazione di valore all'interno dell'impresa, mirano a ridurre il carico fiscale mediante una reale diminuzione della base imponibile ed aliquota media.

La procedura di creazione di valore viene portata avanti mediante la derivazione di interdipendenze sul piano operativo, che vengono supportate da sinergie finanziarie che rappresentano un'addizionale leva gestionale. La creazione di valore viene ottenuta dai nuovi processi aziendali e dalle diverse aree di gestione analizzate. Le diverse strategie attuabili sul piano fiscale e finanziario possono sommarsi alle procedure conseguibili sul piano operativo e non rappresentare il principale obiettivo economico aziendale. Per la derivazione di nuovi business operativi, l'impresa può iniziare a perseguire la ricerca di un valore addizionale partendo dalle risorse aziendali oppure dal portafoglio clienti, che rappresentano un unico processo di analisi portato avanti utilizzando due metodi complementari, che insieme favoriscono la possibilità della creazione di interdipendenze sinergiche necessarie a ristabilire l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa.

Il soggetto economico in un processo di risanamento aziendale andrà ad individuare nella realtà economica in crisi risorse con una certa potenzialità inespressa, implementandole e creando certe sinergie operative capaci di indirizzare l'impresa verso condizioni di successo, mettendo in atto prima un piano per definire le strategie attuabili su più fronti aziendali e poi un controllo mirato sul piano sistemico. Sarà possibile avviare la procedura di risanamento aziendale senza operare trasformazioni e cambiamenti sul piano personale. Le diverse personalità che apportano valore all'interno di una struttura, favoriscono l'implementazione della stessa e sono essenziali per la determinazione di un risultato positivo reddituale, rappresentano fonti necessarie a produrre valore per poter passare da una condizione patologica di crisi aziendale e riottenere credibilità circa l'operato degli organi gestionali. Con questo processo si riacquisterà fiducia da parte dei diversi portatori di interesse dell'impresa per la formulazione di un piano di risanamento aziendale.

Uno dei più importanti individui necessari per il risanamento di una realtà aziendale è l'Advisor, ossia colui che attua l'intero processo di ristrutturazione aziendale, assume come compito principale quello di intermediario tra i lavoratori presenti nell'organismo societario ed i diversi creditori. Intrattenendo legami con gli individui esterni all'impresa e tentando di convincere i soggetti esterni sulla bontà della procedura attuata per il rilancio dell'organismo societario. La sua prima mansione all'interno della procedura da attuare sarà acquisire tutte le nozioni utili per derivare la condizione di squilibrio del soggetto economico, cercare di delineare tutti i diversi creditori coinvolti ed inoltre dovrà operare un'attenta valutazione constatando se sia possibile operare il piano di risanamento aziendale oppure se sia necessario porre l'istituto societario in liquidazione. L'advisor in seguito ad una valutazione complessiva dell'istituto, se la ristrutturazione rappresenterà la scelta migliore, attuerà il piano di risanamento aziendale ed inoltre cercherà di derivare le diverse modalità più convenienti per la rinegoziazione del debito, in accordo con i creditori presenti sul mercato.

Nel processo di ristrutturazione aziendale il raggiungimento di un consenso positivo da parte dei diversi creditori, si traduce in una concessione di nuovi finanziamenti necessari a compiere gli obiettivi principali d'impresa, comportando la rinuncia dei crediti da parte degli stessi individui. In seguito una volta che l'advisor avrà ottenuto il consenso positivo da parte dei diversi creditori sarà propenso all'attuazione dal punto di vista operativo del piano, attuando un processo di trasformazione dell'istituto capace di modificare in positivo l'organismo societario. Nei diversi processi di ristrutturazione aziendale la mansione dell'advisor è ricoperta da una società di consulenza aziendale oppure da singoli professionisti, molte volte questi due ruoli assunti diventano complementari così facendo la probabilità di un turnaround positivo volto a ridefinire le strategie aziendali sarà più elevato. Il ruolo dell'advisor deve essere ricoperto da un individuo che presenta peculiarità e doti particolari, mediante nozioni di carattere giuridico, finanziario e fiscale dovrà essere in grado di risollevarlo l'impresa da una



situazione patologica di inefficienza. Questa condizione di dissesto sul lungo periodo ha portato il soggetto economico al raggiungimento di risultati negativi che hanno contribuito ad un incremento delle inefficienze sul piano economico e finanziario. L'advisor mediante le diverse competenze sarà in grado di apportare nuovo valore all'interno dell'organismo societario attuando soluzioni flessibili ed innovative che soddisfino tutti i diversi portatori d'interesse dell'impresa, inoltre dovrà essere capace di assumere decisioni anche critiche in tempo reale determinanti per la formulazione di un processo di turnaround efficiente.

Il piano delineato avrà come scopo quello di innescare un meccanismo positivo all'interno dei processi aziendali capace di riportare l'impresa ad assumere un ruolo proattivo ridefinendo il vantaggio competitivo all'interno del sistema economico. Il piano si presenta come un documento unilaterale del debitore, che viene stipulato e sottoscritto da creditori, intermediari finanziari, assicurando la definizione di una procedura efficiente ed incorporando proposte e accettazioni di richieste che possono prendere in considerazione una riduzione consistente del debito. Per la derivazione di un buon piano di ristrutturazione aziendale è importante considerare il fattore temporale, in quanto rappresenta una condizione necessaria da tenere sotto controllo per un'implementazione dell'assetto strategico.

I diversi fattori che possono influenzare il piano, possono essere derivati sulla base dei: tempi necessari alla formulazione delle linee guida per la definizione del piano di risanamento aziendale, i diversi soggetti presi in considerazione dal piano e gli obblighi previsti dalla legge. Il piano da attuare per la ristrutturazione aziendale e delineare gli interventi necessari per il raggiungimento delle diverse finalità prefissate, potrà essere formulato rappresentando il progetto in almeno tre diversi macro assetti procedurali:

- Formulazione della strategia;
- Negoziazioni con diversi creditori della proposta di soluzione;

- Implementazione del piano di risanamento;

Nella prima area di intervento vengono formulate le diverse attività volte alla derivazione delle linee guida del piano di intervento, le quali possono essere:

- Un'analisi portata avanti con lo scopo di appurare le cause sistemiche che hanno portato ad inefficienze di mercato;
- Un'analisi volta a comprendere la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa;
- La rappresentazione dello sviluppo dell'organismo societario sul lungo periodo;
- Una valutazione di mercato e positioning settoriale competitivo d'impresa.

Dopo aver individuato le principali linee guida del piano è necessario negoziare i termini del piano con i diversi portatori di interesse, quali possono essere: banche, sindacati, fornitori ecc. Sul piano temporale la definizione di accordi presi con altri individui dipende dall'ingente o meno numero di soggetti coinvolti, dalla difficoltà dei termini procedurali e dai tempi legali.

L'ultima area di intervento del piano prevede l'implementazione dell'accordo di ristrutturazione e l'esecuzione degli impegni assunti.

La suddivisione del piano in aree di intervento consente di delineare sul lungo periodo il processo di risanamento aziendale prendendo in considerazione tutte le diverse fasi necessarie all'implementazione di tale processo, inoltre molte fasi di turnaround industriale potranno essere attuate nel lasso di tempo che sussiste tra la definizione del piano e la sua esecuzione, le quali possono essere: ridefinizione dei processi di trasformazione fisico-tecnica, interventi legati alla riduzione dei costi fissi, piani di mobilità ed inoltre qualsiasi procedura attivabile volta al raggiungimento di un accordo con i diversi creditori. Molto importante per l'implementazione di un piano di risanamento societario è la scelta

dell'individuo incaricato di coordinare il processo di turnaround aziendale, che potrà essere un manager specializzato o lo stesso imprenditore che amministrerà la procedura di risanamento aziendale. Le due alternative possono presentare vantaggi e svantaggi, nello specifico il manager specializzato avrà maggiori competenze circa la ridefinizione della procedura di turnaround aziendale e sarà in grado di implementare il processo riguardante l'evoluzione del piano strategico, così facendo vi sarà una migliore ponderazione delle scelte effettuate.

Inoltre possiamo assumere che l'imprenditore a cui verrà affidata il coordinamento del piano di turnaround potrà sfruttare come vantaggio, la conoscenza della realtà economica aziendale nella quale l'impresa opera. Sarà in grado di massimizzare il valore che deriva dalle interdipendenze con i diversi clienti e fornitori ed inoltre sarà in grado di formulare un miglior piano strategico assumendo un approccio industriale. Di contro però le diverse scelte effettuate sulla base degli obiettivi conseguibili, in modo da tutelare gli interessi economici e di immagine dell'impresa, non saranno prettamente congrui con la ridefinizione dell'assetto aziendale e molto spesso prenderà le decisioni sulla base di istinti emotivi avendo poca conoscenza delle procedure di turnaround aziendale.

La scelta operata tra i due diversi modelli dovrà prendere in considerazione il contesto in cui opera l'impresa e la condizione patologica di crisi. Tra le possibilità al fine di perseguire la continuità aziendale, il coordinamento della procedura di turnaround aziendale potrà essere affidata anche ad un team, formato da figure già comprese nella compagine aziendale. Le linee guida per lo sviluppo di un business plan attuabile, potranno essere così definite<sup>31</sup>:

---

<sup>31</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

- Il piano formulato dovrà essere diviso in sezioni e comprensivo di specifici modelli contabili: conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario;
- Le previsioni dovranno essere effettuate per il primo esercizio su base mensile, per gli esercizi a venire su base stagionale in base al business di riferimento;
- Il piano realizzato dovrà riportare i risultati degli ultimi 2 o 3 esercizi, con lo scopo di sviluppare un'analisi del trend aziendale;
- Le previsioni realizzate dovranno essere portate avanti mediante la logica bottom up con lo scopo di valutare in modo oggettivo le diverse ipotesi formulate;
- Le proiezioni sulle vendite potranno essere realizzate mediante un'attenta comparazione con le analisi condotte da opportuni soggetti indipendenti;
- Nel business plan si dovrà effettuare una distinzione tra costi fissi e costi variabili per unità di bene prodotto;
- In questo prospetto dovranno essere delineate le procedure di intervento legate al turnaround e le diverse operazioni societarie previste dal documento formulato;

Mediante la formulazione di questo documento informativo sarà possibile anche sul piano operativo ristabilire l'equilibrio economico dell'impresa, operando una procedura di risanamento aziendale. Attraverso questo prospetto si potranno delineare gli obiettivi generali e come queste finalità di fatto potranno essere conseguite, cercando di determinare i diversi fattori necessari a supportare il processo di turnaround aziendale. Il piano dovrà delineare le risorse necessarie già all'interno dell'impresa per la ridefinizione dell'aspetto strategico ed i flussi finanziari da richiedere a terzi, per conseguire gli obiettivi legati al core business aziendale. Il prospetto dovrà presentare una corretta struttura, così definita:

- Executive summary

- Analisi del settore di riferimento
- Descrizione del mercato
- Indicazione dei prodotti e marchi aziendali
- Analisi del processo produttivo
- Indicazione del management team
- Analisi della strategia da attuare
- Piano procedurale di marketing
- Piano procedurale operativo
- Bilanci di simulazione

Il documento dovrà presentare una strategia formulata dall'impresa coerente con il contesto economico nel quale opera, inoltre la strategia dovrà essere perseguibile mediante le risorse e le nozioni a disposizione della compagine societaria. Sarà in grado di produrre risultati positivi sufficienti a perfezionare i diversi impegni e finanziamenti assunti nei confronti di terzi da parte dell'organismo societario. Il prospetto redatto dovrà essere: chiaro, sintetico e flessibile inoltre rappresenterà uno strumento utile:

- Al management, per implementare la strategia formulata dal punto di vista del contenuto e le diverse procedure utili da intraprendere;
- Al Consiglio di Amministrazione, per intraprendere l'azione di indirizzo e di controllo;
- Al complesso aziendale per attirare risorse umane e finanziarie necessarie all'implementazione dei processi aziendali;

Il documento provvede a descrivere le diverse procedure strategiche stanziabili e messe appunto dal management, relativamente alle aree d'affari, all'interno dell'organismo societario, derivando i possibili risultati positivi sul piano economico e finanziario, competitivo e sociale.

È importante conoscere la ridefinizione dell'assetto strategico di nuova formulazione ed i diversi fattori necessari legati alla realtà economica

dell'impresa, per appurare in modo completo le procedure attuate sul piano operativo da parte del management e la stima dei risultati attesi. La struttura mediante la quale il piano dovrà essere formulato, comprenderà: la strategia attuata, il fabbisogno e la sua implementazione, il piano strategico attuabile comprensivo dei risultati attesi su lungo periodo, le procedure attuate ed i risultati economico- finanziari conseguibili.

## **CAPITOLO 2**

### **2.2 - LA STRATEGIA DI RISANAMENTO AZIENDALE**

#### **2.2.1 – Attività di diagnosi della crisi d'impresa**

Facendo riferimento al primo capitolo, abbiamo appurato come la crisi possa seguire una direttrice discendente che porta ad una situazione di instabilità del soggetto economico presupponendo il declino della realtà societaria, ma anche un importante sentiero di crescita e rinnovamento aziendale. Viene attuato mediante il Turnaround e porta alla creazione di margini reddituali positivi essenziali alla realizzazione di un maggior valore, necessario ad acquisire nuova linfa vitale per l'organismo societario fondamentale ad ottenere un vantaggio competitivo all'interno del mercato stesso. Secondo l'ideologia generale aziendale preporre le finalità ed obiettivi di breve termine a quelli di medio-lungo periodo rappresenta una condizione necessaria ad attuare un buon processo di risanamento, anche se questo iter potrebbe rappresentare finalità ed azioni particolarmente rischiose per la realtà societaria. Sotto quest'ottica, il processo di risanamento aziendale deve assumersi come una procedura orientata al futuro e protratta ad appurare contemporaneamente le diverse sfaccettature e cause di inefficienza del soggetto economico, determinando quindi le basi e le diverse risorse aziendali, necessarie per lo sviluppo e il successo futuro imprenditoriale. Sarà essenziale mettere appunto una procedura che tenga conto delle diverse consistenze, patrimoniali finanziarie e reddituali, così facendo sarà possibile prendere in considerazione le risorse acquisendo la totalità e assumendo la piena consapevolezza degli elementi positivi necessari a ricercare nuove situazioni e presupposti di vantaggio competitivo. Il processo di risanamento presuppone di dover prendere in considerazione una prospettiva strategica, poiché impone all'organismo societario di riformulare completamente l'attività di fare impresa. Le diverse inefficienze di sistema, non si manifestano solo nei termini tecnici-qualitativi, ma si sottolinea un evidente deterioramento anche nell'immagine, nella reputazione ed affidabilità del soggetto economico, rendendo necessario sul breve termine un piano immediato di recuperabilità del relativo valore, essenziale per riacquisire reputazione all'interno del mercato di riferimento, confermando i principi di fondo del soggetto economico. Le diverse strategie attuabili sul breve periodo dal punto di vista societario, rappresentano fattori chiave di successo per risanare le componenti critiche di inefficienza societaria. Le strategie formulabili protratte alla condizione edenica di sviluppo, possono basarsi

sulla concezione di crescita d'impresa, strategia volta alla stabilità aziendale o strategia di concentrazione.

I diversi iter procedurali di sviluppo si focalizzano in primis sulle realtà mono- business, ma anche sulle realtà societarie multi business, ossia soggetti economici che mirano ad ottenere un maggior vantaggio competitivo all'interno del mercato diversificando le proprie attività. Se l'impresa viene classificata nella prima categoria si presuppone alla base, una strategia di concentrazione, ossia questa scelta viene presa in considerazione quando il ritmo di crescita del soggetto economico è particolarmente accentuato. Diversamente si adotterà un approccio multi-business quando si intende operare in diversi settori, l'attrattività sarà scarsa e in questo ambito di applicazione, si trovano aziende con bassa redditività che prediligono un approccio sul piano teorico ed operativo basato sulla diversificazione di mercato. Nel primo caso quando il settore assume un elevato grado di attrattività, si possono delineare due rilevanti processi strategici, i quali possono essere:

- Integrazione verticale;
- Integrazione orizzontale.

L'integrazione verticale si manifesta quando un soggetto economico cresce e si sviluppa, lungo i propri processi produttivi integrando le diverse attività e fasi ad esso connesse, diversi da quelli messi appunto inizialmente. Più è sviluppato il collegamento con i differenti processi produttivi della propria filiera e maggiore sarà l'iter di integrazione verticale alla base. Prendere in considerazione questa strategia per operare all'interno del mercato, significa ristabilire un certo equilibrio all'interno del sistema aziendale riuscendo a reperire nuovi stimoli necessari ad implementare il fatturato del soggetto economico, poiché consente un maggior controllo dei processi di filiera interni senza esternalizzare alcune fasi di lavorazione. Questo processo assume come finalità principali: elidere il più possibile le diverse incertezze sistemiche, diminuendo i costi di approvvigionamento delle materie prime, semilavorati e di tutti i diversi elementi necessari ai processi produttivi, consentendo dal punto di vista operativo il raggiungimento di una di stabilità del processo di trasformazione fisico-tecnico fino allo step finale, rappresentato dal processo di vendita. Questa azione strategica non viene molto utilizzata poiché spesso le realtà aziendali fanno affidamento ad altre forme di partnership, i vantaggi che questa strategia presuppone possono essere:



- Aumentare la forza contrattuale dell'impresa sul mercato e creare delle barriere all'ingresso necessarie a limitare la concorrenza all'interno del mercato di riferimento stesso;
- L'implementazione del valore aggiunto (rappresentato dalla differenza tra il plusvalore dei prodotti finiti ed il costo delle diverse materie prime essenziali ad attuare i diversi processi di trasformazione di breve/lungo termine);
- Assumiamo un incremento della domanda aziendale e un aumento sostanziale dell'efficienza dell'organismo societario;
- Un miglior monitoraggio del ciclo produttivo;

Questa importante azione strategica, sul piano operativo presuppone anche dei rilevanti svantaggi, i quali possono essere:

- Una reazione negativa del cliente;
- Difficile previsione della domanda e cambiamenti nella tecnologia;
- Rischio rappresentato da una capacità limitata di apprendimento, delineato dall'internalizzazione di alcune fasi della filiera economica produttiva che presuppongono alla base un processo legato alla non specializzazione delle attività rilevanti; - Aumento delle componenti di costo fisso e rigidità aziendale.

Questo tipo di azione strategica, assicura l'organizzazione delle diverse attività aziendali a monte e valle, viene utilizzata quando il costo per la produzione interna del prodotto è relativamente basso, rispetto al bene offerto sul mercato dalle diverse imprese clienti. Inoltre viene utilizzato quando si assume un rilevante potere di mercato rispetto ai clienti e fornitori o quando la domanda di mercato presenta degli indicatori o tassi di crescita concreti, stabili sul lungo periodo. La seconda azione strategica rappresentata dall'integrazione orizzontale, assume concezioni e presupposti alla base totalmente differenti stabilendo un ambito di applicazione operativo più ampio per la realtà societaria, in altre zone geografiche, decretando come finalità principale l'integrazione di concorrenti. Il processo di integrazione orizzontale viene portato avanti prendendo come punti di riferimento essenziali a circoscrivere il raggio di azione dell'approccio strategico alcuni elementi cardini necessari, i quali possono essere: Prodotti, Processi, Know How societario. Dal punto di vista operativo anche qui si possono mettere in atto azioni su linee interne, mediante investimenti rilevanti nelle diverse aree ed attività di gestione aziendali oppure azioni su linee esterne facendo

riferimento ad acquisizioni di altre imprese, Joint Venture. Questa azione strategica che viene portata avanti dal management, comporta diversi vantaggi, i quali possono essere:

- Crescita dimensionale territoriale, con ampliamento della quota di mercato;
- Specializzazione favorita e complementarità;
- Vertici aziendali più consapevoli del rischio di mercato;
- Implementazione del coordinamento tra le diverse linee di prodotti aziendali.

Alla base questo approccio strategico può presentare anche alcuni svantaggi rilevanti di fondo, i quali sono:

- Diversi prodotti si contendono lo stesso mercato di riferimento;
- Il manifestarsi di situazioni di monopolio;
- Crescita del rischio legato al settore operativo di intervento;
- Un aumento delle dimensioni aziendali può presupporre una crescita del rischio operativo rappresentato dall'impossibilità di coordinamento dei diversi processi sistemici rilevanti e dalle attività burocratiche.

In conclusione una strategia orientata ad un processo di integrazione orizzontale, può trovare applicazione nelle diverse situazioni in cui l'organismo societario voglia preservare l'approccio competitivo assunto, rappresentando una posizione dominante e rendendo più difficile l'entrata di nuove realtà concorrenti<sup>32</sup>. Inoltre tale referente operativo viene utilizzato, quando si vuole far fronte agli elementi sfavorevoli di mercato e quando si vuol massimizzare margini di domanda non ancora soddisfatta.

Un'azione strategica addizionale è rappresentata dalla diversificazione di mercato, che può essere portata avanti prendendo in considerazione il medesimo nucleo aziendale, mantenendo il pacchetto clienti, assumendo i medesimi fornitori, mercati ecc. Tale processo strategico può essere invece indirizzato anche verso la massimizzazione del valore per gli azionisti, si cercherà di correlare due attività di business diverse per la creazione di un valore addizionale complementare rilevato dalla coesione di due attività indipendenti e incrementato dalla messa appunto di un piano strategico

---

<sup>32</sup> P. PICIOCCI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

volto a correlare e integrare due processi imprenditoriali in ugual misura. Un organismo societario mette in atto un'attività di diversificazione rilevante sul mercato, ogni volta che integra processi intermedi senza eliminare vecchie linee di prodotto e si ipotizzano nuovi piani di produzione in linea con i nuovi elementi assunti, relativamente ai programmi di produzione e distribuzione. La diversificazione di mercato rappresenta una condizione posta alla base del processo di crescita societario, dove lo sviluppo rappresenta la condizione centrale necessaria ad incrementare il processo di acquisizione aziendale, crescita e mantenimento del proprio vantaggio competitivo. Per attuare un concreto processo di diversificazione, bisogna far riferimento a nuovi mercati potenzialmente penetrabili e nuovi prodotti necessari ad assumere una posizione addizionale e rilevante rispetto a quella precedentemente già assunta sul settore in cui si opera.

La procedura di diversificazione delle attività, può essere suddivisa in due differenti concezioni, le quali possono essere:

- Diversificazione Concentrica;
- Diversificazione Conglomerata.

I motivi razionali che stanno alla base del processo di diversificazione delle attività, sono riconducibili a diversi assunti principali, i quali possono essere:

- Crescita del soggetto economico ed implementazione del capitale investito nei processi produttivi;
- Fronteggiare il rischio operativo d'impresa e ripartirlo sulla base delle diverse business unit;
  - Incremento del potere di mercato e stabilizzazione dell'equilibrio legato al flusso di vendita;
  - Maggior flessibilità, rispetto ai rilevanti cambiamenti ambientali.

Il primo concetto di diversificazione, si riferisce ad un'impresa che detiene una rilevante forza competitiva e assume una posizione considerevole all'interno del mercato, relativamente però ad un settore che detiene una bassa attrattività, così facendo si presuppone un esito positivo dal punto di vista operativo legato all'applicabilità di questa. La diversificazione concentrica prende in considerazione come punto di riferimento la sua forza, intorno alla quale costruisce delle attività complementari le quali verranno correlate ad altre attività indipendenti e così via. Il nucleo può essere costituito dai relativi prodotti, dalla tecnologia e dai servizi offerti, dalla diversa segmentazione della clientela e da un processo distributivo efficace ed efficiente. Questo approccio

strategico ben formulato può essere attuato su base interna o esterna, mediante linee interne all'impresa o attraverso l'acquisizione di altre realtà esterne societarie (join venture). La seconda procedura di diversificazione viene attuata quando il settore di riferimento per l'impresa non presuppone l'esecuzione di un processo di diversificazione delle attività correnti, o quando il vertice aziendale intende diversificare i processi imprenditoriali su altri settori di nicchia o meno, completamente diversi rispetto a quello di partenza. Il management per attuare al meglio un processo di diversificazione ragionato, dovrà prendere in considerazione degli elementi o presupposti logici di partenza, per appurare come riuscire ad attuare al meglio la strategia, ragionando sui diversi investimenti e settori in cui operare per cercare di massimizzare un potenziale sviluppo di breve ma soprattutto di lungo termine. Gli obiettivi che i vertici aziendali si prefiggono di raggiungere possono essere differenti, il monitoraggio di queste finalità viene programmato prendendo in considerazione i diversi punti di forza aziendali, che vengono comparati con i fattori positivi delle altre imprese e presi come punto di riferimento cardine per massimizzare i risultati attesi di lungo periodo.

Dopo aver analizzato le più importanti strategie di sviluppo a livello imprenditoriale, possiamo prendere in considerazione per un'analisi completa anche la strategia di stabilità. Delineare una strategia di stabilità, vuol dire analizzare la posizione competitiva che l'impresa assume nel settore di riferimento in cui opera. In questo caso si ipotizza che l'impresa assumi una buona posizione all'interno del mercato in cui opera ed è influenzata da un periodo di crisi o una situazione di stagnazione, il quale preclude una riduzione dell'attrattività per le nuove imprese a causa di diverse situazioni di inefficienza che possono rappresentare un rischio concreto a livello societario. Quando un soggetto economico deve far fronte ad una situazione corrente di questo tipo, può mettere in atto due azioni rilevanti, le quali possono essere:

- La prima condizione presuppone che il soggetto economico prenda in considerazione gli elementi interni tipici che caratterizzano la realtà aziendale, senza tener conto del verificarsi di diversi fenomeni che si manifestano nell'ambiente competitivo esterno al quale opera l'impresa. Questa azione rilevante permette di implementare i diversi punti di forza del soggetto economico, eliminando i punti di debolezza e migliorando la propria strategia mediante la quale si opera all'interno del mercato stesso. Nella maggior parte dei casi, dal

punto di vista operativo si effettua una riduzione del costo delle materie prime, lavoro, così facendo si incrementa l'efficienza e la produttività aziendale.

- Il secondo presupposto assume una procedura prudenziale, si presenta più ponderata ed i vertici aziendali basandosi su piani previsionali, cercano di delineare e valutare tutte le possibili situazioni future che si possono presentare. In questa condizione il management cercherà di prevedere tutte le possibili alternative sfruttabili a proprio favore, nel caso in cui si preveda un rialzo del settore sarà necessario effettuare degli investimenti in esso o nel caso in cui il settore presenti delle contrazioni rilevanti, si assumeranno delle strategie per difendere la propria posizione nel mercato in cui si opera.

Nel caso in cui l'organismo societario non assuma una posizione competitiva all'interno del mercato nel quale opera, ma prediliga una posizione medio- debole in linea con il mercato di riferimento bisognerà operare attraverso una procedura analitica mirata, denominata analisi SWOT. Questo metodo analitico consente di correlare e mettere a confronto i principali punti di forza e debolezza della realtà societaria con le opportunità rilevanti e minacce, insidie del settore nel quale opera.

Dopo aver preso in considerazione le strategie più importanti attraverso le quali un complesso funzionale organizzato può operare all'interno del mercato stesso, bisogna poter formulare un adeguato piano strategico per cercare di incrementare il valore aggiunto dell'organismo societario rispetto al mercato operativo. Come appurato nel precedente capitolo le inefficienze societarie, costituiscono un rilevante ostacolo per l'impresa, capaci di compromettere il soggetto economico e gli obiettivi di breve e lungo termine, che necessitano di procedure di risanamento ben strutturate per far fronte alle componenti negative, che potrebbero compromettere la sopravvivenza dell'impresa all'interno del settore di riferimento. Le diverse fonti di inefficienza si originano nelle aree di intervento aziendali e si diffondono all'interno dell'organismo societario presupponendo risultati economici sempre più allarmanti.

Le crisi aziendali possono essere risanate mediante diversi strumenti, rispetto alla situazione o stadio in cui si trovano ed in ogni caso è più facile far fronte ad una condizione di inefficienza nelle fasi iniziali quando la crisi non è ancora conclamata e non si riflette ancora sui portatori esterni all'impresa ma presuppone fenomeni negativi domabili basilari, legati ai normali processi di gestione interna aziendale. Quando la situazione patologica iniziale ha già provocato fattori che possono rappresentare dei presupposti rilevanti per una riduzione del valore aziendale (svalutazione), la

condizione di inefficienza da dover sanare per far fronte alla normale attività di gestione si complica e sono necessari interventi rilevanti per il ripristino delle attività caratteristiche proficue d'impresa. Ciascuna fase può presupporre processi di intervento completamente differenti. Nello stadio iniziale in cui si avverte una condizione patologica rilevante, gli interventi portanti a termine dall'organismo societario vengono sostenuti mediante costi a carico dei diversi portatori di capitale, nelle fasi invece finali i provvedimenti per far fronte alla condizione di inefficienza, che possono rappresentare una minaccia per l'equilibrio societario, prendono in causa soggetti diversi come i creditori.

L'analisi del declino e della condizione di inefficienza relativamente ad un determinato soggetto economico, presuppone la diffusione di un processo di risanamento di fondo adeguato a poter ripristinare l'equilibrio societario. I primi studi per la determinazione della procedura di risanamento sono relativi all'aspetto finanziario, poiché essa rappresenta la principale area sintomatica che contraddistingue la crisi societaria. Relativamente al termine "Turnaround", esso significa letteralmente "giro di boa", ossia cambiamento radicale o inversione di tendenza, ed è stato usato precedentemente negli anni, per rappresentare una serie di processi mirati necessari a ristabilire i diversi equilibri economici, finanziari, patrimoniali e operativi dell'organismo societario.

Alcuni esperti delle discipline economiche-giuridiche, definiscono tale processo come un iter protratto al fine di assunzione di una visione differente che presuppone una trasformazione circa le numerose dimensioni assunte del soggetto economico, quali possono essere: strategie, modelli di comportamento, aspetti organizzativi, cultura e procedure<sup>33</sup>. Questo iter viene supportato ed implementato non necessariamente in una condizione di declino o crisi, le quali si presentano come trigger event ossia come episodi ed eventi sporadici capaci di dover risanare al fine di argine una situazione di inefficienza, mediante un processo di risanamento. Questi presupposti o trigger event possono non solo rappresentare una concreta minaccia ma anche punti di forza necessari ad essere presi in considerazione per un cambiamento generale del soggetto economico. Il processo attuato può riferirsi ed incidere da una parte sulla relazione impresa-mercato e dall'altra la procedura di risanamento delineata può essere di tipo operativo e focalizzarsi sull'aspetto produttivo ed organizzativo anziché essere protratto al fine di dover far fronte alla condizione di dissesto individuato necessaria ad essere arginata relativamente al profilo strategico. Le diverse causalità che rendono necessari determinati interventi da parte dei vertici dirigenziali, possono essere

---

<sup>33</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli,

suddivise in due gruppi, ossia in cause strategiche e cause operative. Facendo riferimento all'iter di Turnaround per arginare le diverse causalità di inefficienza strategica, si possono elaborare tre diversi processi perseguibili, i quali stabiliscono:

2015

- Spostarsi in direzione di un raggruppamento strategico di dimensioni più elevato;
- Spostarsi verso un gruppo strategico che assuma dimensioni ridotte;
- Modificazione circa i ruoli di intervento e competenze chiave sui processi operativi per implementare il proprio ruolo competitivo nei raggruppamenti di riferimento nei quali si assuma una posizione rilevante.

La formulazione dell'iter di Turnaround verrà messo in atto prendendo come punto cardine la posizione del soggetto economico nel business di riferimento. Si rende necessario in secondo luogo tener conto delle causalità che hanno protratto l'organismo societario verso una condizione di instabilità economica e che presuppongono uno stampo o matrice operativa da dover prendere in considerazione, così facendo da poter delineare tre procedure di medio-lungo periodo per la messa in atto dei possibili interventi:

- Processi strategici necessari ad arginare i costi diretti di Governance, per i complessi funzionali organizzati sotto il Break even point;
- Strategia di implementazione dei ricavi per i soggetti economici non lontani dal break even point;
- Riduzione delle azioni o processi riconducibili per gli organismi societari, lontani dal break even point.

La procedura che il soggetto economico presuppone di assumere per delineare concreti interventi essenziali a ristabilire una concezione iniziale di precrisi, fa riferimento a possibili elementi o fattori critici necessari ad essere implementati per strutturare un piano attuabile sul breve periodo ben formulato. Questi fattori o elementi chiave da prendere in considerazione, possono essere riconducibili:

- Il timing: ossia l'arco temporale di risposta, che definisce la puntualità circa la messa in atto dei processi stabiliti, rappresenta un elemento essenziale da dover perseguire per far fronte al dissesto finanziario e per in grado di ripristinare sul breve periodo le perdite economiche e la corrente distruzione di valore.
- La decisione assunta circa la nomina di un individuo idoneo a portare a termine la procedura con la piena consapevolezza delle diverse aree di intervento da dover sanare, con una certa discrezione e professionalità in grado di accettare una posizione certale di leadership rispetto all'impresa, essenziale per superare ed attuare la procedura di risanamento societaria.

L'individuo deve essere in grado di derivare un clima di fiducia interno oppure esterno alla realtà di riferimento aziendale nel quale opera, integrando gli interessi degli stakeholders.

- L'impiego dei diversi processi deve essere attuato in modo razionale, evitando la messa appunto di un iter azzardato sul breve periodo, predisponendo una procedura logica in modo comune a tutte le diverse aree gerarchiche, grazie ad un'idonea ed efficienze politica di comunicazione.
- L'istituzionalizzazione del mutamento cioè la sua interiorizzazione nel management, e in tutti i membri dell'organismo economico a tutti i livelli e in tutte le aree funzionali.
- L'attuazione di un efficiente e concreto flusso comunicativo necessario ad essere diretto e protratto verso i diversi portatori di interesse, con la finalità principale di creare una fonte informativa essenziale a delineare la corrente situazione dell'impresa sul breve termine.
- Un'idea di Business rilevante che presupponga concreti flussi reddituali positivi.
- Una condizione primaria affinché una procedura di risanamento aziendale venga messa in atto con successo, deve far leva sulla dimensione invisibile dell'iter stesso. Ossia i vertici dirigenziali dovranno formulare e rielaborare un nuovo profilo strategico dell'impresa e stabilire un flusso informativo adeguato per deliberare un efficace processo comunicativo a tutti i livelli gerarchici societari. Esso dovrà anche stanziare una procedura di intervento circa la cultura del soggetto economico, la quale definisce la primaria entità di resistenza al cambiamento. Un altro aspetto principale importante da dover considerare è la formalizzazione e l'estensione della mission, infatti essa raffigura un valido strumento di sostegno necessario al coordinamento protratto al cambiamento in quanto consente di indirizzare l'organizzazione verso nuove finalità e valori condivisi.



*“The process of company reorganization involves new choices at company level for a reformulation of the identity, the economic entity capable of ensuring a new impetus on the market for obtaining a greater competitive advantage and a relevant range of action to define new market shares”*<sup>34</sup>. Tale processo comporta la messa in atto di alcune azioni di risanamento aziendale, le quali possono essere:

- *La ristrutturazione*: presuppone un miglioramento dei fattori produttivi rilevanti che contribuiscono alla messa in atto dei normali processi aziendali legati all’organismo societario, nello specifico si vuol far riferimento a: persone, impianti, materiali ed energie, costi fissi di struttura e quelli legati all’assetto finanziario e patrimoniale. Il processo di ristrutturazione societario si contraddistingue dall’intervento sulle risorse endogene del soggetto economico, senza presupporre una rilevante variazione nelle condizioni dimensionali e prendendo come punto riferimento il binomio prodotti/mercati esistente.
- Questa azione strategica rappresenta una condizione facile da mettere in atto, dal punto di vista operativo poiché non presuppone la ricerca di nuovi settori addizionali o nicchie di clientela diversa. Rappresentano fattori essenziali però, gli interventi protratti ad innovare i processi produttivi o commerciali ed inoltre si rendono necessari processi ed azioni volte ad aumentare dal punto di vista qualitativo e quantitativo il personale aziendale, per cercare una concreta riduzione dei fattori negativi, che possono influenzare i risultati in sintesi del complesso funzionale organizzato, rappresentati dal capitale e patrimonio netto sociale. Questi interventi definiscono elementi di intervento chiave per cercare di risanare i diversi fattori di inefficienza che possono compromettere la permanenza dell’organismo societario all’interno del sistema nel quale opera e assumono un presupposto rilevante per cercare di assicurare un certo equilibrio tra le diverse fasi e processi di gestione aziendale.
- *La riconversione*: Viene derivata mediante l’analisi e la ricerca di proficue combinazioni capaci di rappresentare un importante vantaggio competitivo, le quali possono essere rappresentate dalla correlazione tra prodotti/mercati, per un’implementazione della componente innovativa d’impresa. Potrà seguire una direttrice legata ai processi che contraddistinguono l’area del marketing o ad uno sviluppo più sul piano tecnologico. Il processo di risanamento si contraddistingue per un lento abbandono della precedente area

---

<sup>34</sup> Enrique R. Arzac, Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring, 2013

d'affari d'intervento e per il graduale trasferimento delle risorse del soggetto economico ad una diversa e nuova ridefinizione dell'assetto strategico dell'impresa. Tale processo si rende necessario quando nelle fasi iniziali di analisi della crisi, vengano messi in atto processi valutativi strategici errati, o sussista un continuo andamento negativo del settore. Sono necessari nuovi investimenti, per accentuare l'innovazione del complesso aziendale e determinare un rinnovo programmato delle tecnologie ed impianti utilizzati per il normale funzionamento dell'attività legata al core business aziendale e per una ridefinizione della rete distributiva ed una riqualificazione del personale.

- Il *ridimensionamento*, questa procedura comporta una radicale modifica della componente dimensionale societaria, nella maggior parte dei casi si assiste ad una modifica circa la dimensione di tipo riduttivo, che si attua mediante interventi mirati di concentrazione dei processi nelle aree gestionali di business che presuppongono un maggior profitto di fondo. Questa azione o manovra attuata dal soggetto economico viene protratta sul medio/lungo termine per far fronte a crisi legate alla sovraccapacità dei processi produttivi, errori previsionali ed una diminuzione sostanziale della domanda di mercato.
- La *riorganizzazione*, fa riferimento a tutti quegli aspetti procedurali legati alle manovre prettamente organizzative, quali possono essere: la riorganizzazione delle aree di responsabilità aziendale, la ridefinizione di una procedura di controllo interno efficiente ed efficace , un'implementazione legata alla circolazione delle informazioni all'interno del soggetto economico ed un cambiamento radicale dei modelli di vendita sotto il profilo innovativo, capaci di assicurare un maggior stimolo alla ricerca nel mercato di riferimento. Queste procedure non modificano l'assetto fisico-tecnico legate ai processi produttivi imprenditoriali, ma possono essere operate congiuntamente per ottenere una ristrutturazione economica dell'organismo societario, condizione che assicura un'implementazione in termini di efficienza legata ad una sostanziale riduzione dei costi di governance aziendale.

Prendendo in considerazione la condizione o stadio più o meno grave, legata ad una situazione patologica interna e le diverse possibili modalità di intervento per arginare e far fronte alla condizione di inefficienza, possiamo delineare alcune fasi comuni a qualsiasi iter di risanamento societario. Tale processo di risanamento prende il via con l'attività di diagnosi, attraverso la quale si è capaci di appurare la condizione in cui versa il soggetto economico che presenta componenti

inefficienti internamente. Mediante questo processo è possibile individuare le diverse cause che hanno portato l'organismo societario ad una condizione di instabilità sul piano economico/finanziario comportando una situazione degenerativa di breve-medio termine necessaria ad essere sanata per riassumere una posizione competitiva sul mercato di riferimento.<sup>35</sup>L'iter viene strutturato efficientemente dai vertici aziendali, per una buona valutazione delle cause che hanno portato il soggetto economico ad una situazione di instabilità è necessario che questo

2015

processo venga attuato in modo tempestivo, prendendo in causa tutte le diverse disfunzioni sistemiche, necessarie a delineare un quadro della situazione quanto più veritiero e corretto. La fase seguente si traduce nella necessità di impegnarsi ad assumere delle decisioni essenziali per attuare una buona procedura di risanamento. Rappresenta una condizione particolarmente rilevante quella di avvalersi di professionisti esterni all'impresa, che non sono coinvolti nell'organismo societario e a cui non vengono ricollegate in modo diretto le diverse componenti di inefficienza rilevate. Questi soggetti economici esterni potranno assumere una posizione parziale intermedia capace di arginare i fenomeni di inefficienza, comportando un rilancio dell'impresa nel mercato sul medio-lungo termine.

La decisione di protrarre l'attività presuppone rilevanti doti professionali da parte dei vertici aziendali, per stabilire in modo corretto l'entità dell'ingente costo operativo legato alle manovre aziendali e le attività conseguenti sull'equilibrio societario di breve e lungo termine. In particolare si cercherà di andare a delineare e ricercare un'adeguata copertura, mediante determinate risorse finanziarie per far fronte alla componente di costo legate agli interventi risanatori ed effettuare una previsione stimata del futuro conto economico, che dovrà assorbire gli oneri di gestione relativi alle diverse attività conseguite per riequilibrare le diverse aree di business interne all'impresa. I diversi risultati in sintesi, non sono facilmente stimabili e prevedibili, poiché non è possibile effettuare un rispristino sul breve termine dell'equilibrio societario. Un altro fattore chiave da considerare per una miglior definizione della procedura di risanamento è il fattore temporale, che può essere preso in causa ed analizzato sotto due diversi aspetti, i quali possono essere: la velocità che rappresenta una

---

<sup>35</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli,

condizione essenziale per la messa appunto di un buon processo capace di far fronte alle diverse inefficienze sistemiche, per evitare che la condizione patologica di dissesto aziendale diventi irreparabile. Inoltre è necessario tener conto della concezione del tempo come mero fattore di costo, poiché l'impiego degli elementi finanziari, che rappresentano concrete risorse per i vertici aziendali, definiscono una componente di costo da dover sostenere per garantire l'efficienza della messa in atto dell'iter procedurale di risanamento. L'entità della durata in termini temporali della procedura è strettamente correlata a diversi fattori, rappresentati da: dimensione aziendale, gravità della crisi ed il tempo necessario per attuare la strategia di risanamento. Il presupposto che sta alla base dell'iter è strettamente correlato anche alla possibilità dell'impiego di nuove risorse, in misura adeguata ed in relazione ad una concezione di breve periodo. Dall'immediata disponibilità delle componenti essenziali, rappresentate dalle risorse correnti disponibili dell'organismo societario, dipende la procedura di risanamento attuabile, il tipo di strategia da poter mettere in atto ed i tempi necessari ad attuare tale processo.

Quando l'organismo societario viene considerato recuperabile, si passa ad un processo di valutazione successivo, diretto a quantificare e a prendere in considerazione la convenienza dell'operazione di risanamento aziendale. Nella situazione in cui l'iter di risanamento imprenditoriale sia attuabile, questo non sia efficiente dal punto di vista operativo poiché presuppone dei costi rilevanti addizionali non sostenibili. Una volta presa in considerazione la decisione di portare a termine un adeguato iter di risanamento capace di far fronte a tutte le diverse disfunzioni aziendali, lo step successivo da prendere in considerazione è quello di poter predisporre un programma o piano di riqualificazione adatto per tutte le diverse componenti aziendali. Un compendio funzionale di diversi processi di intervento strettamente correlati tra loro, che assumono come finalità principale il raggiungimento di obiettivi graduali in linea con le tempiste prestabilite del complesso aziendale.

Il risanamento deve essere approvato dal gruppo interno al soggetto economico e dai diversi portatori di interesse interni ed esterni alla realtà societaria, in quanto si prevede la richiesta a volte di determinati sacrifici necessari alla buona messa in atto della procedura. Le diverse finalità assunte dal piano possono essere analizzate sotto il profilo generale, se assumono come obiettivo principale il ripristino dell'equilibrio gestionale, o nello specifico se possono essere ricollegati a finalità che stabiliscono la ridefinizione della condizione di equilibrio economica o patrimoniale. I

diversi obiettivi capaci di assicurare un equilibrio economico sul medio-lungo periodo possono essere classificati in:

- Obiettivi o finalità di marketing, per i quali deve essere necessario identificare la situazione corrente dal punto di vista concorrenziale dell'entità economica: peculiarità del settore di riferimento sotto il profilo dell'appartenenza in termini dal punto di vista dello sviluppo, maturità o decadenza; correlazione tra i diversi processi produttivi e la domanda del mercato o settore di riferimento, presa in considerazione ed analisi delle diverse entità concorrenziali, collocamento dell'impresa sul mercato nel quale opera ed previsione dell'evoluzione nel tempo del relativo complesso aziendale.
- Finalità di efficienza legata alla componente produttiva; il complesso funzionale deve assicurare un basso livello, relativamente alla componente di costo, per una miglior ridefinizione dell'assetto competitivo all'interno del mercato in cui opera.
- Obiettivi di riqualificazione circa la validità delle strutture e del management, viene attuata mediante una significativa revisione delle mansioni e dei risultati attesi di ogni struttura, in modo da stabilire una considerevole elisione dei costi societari. I diversi piani attuabili devono far fronte ai diversi oneri finanziari, in quanto un indebitamento protratto rappresenta una condizione all'origine delle situazioni di difficoltà aziendale.

Per quanto riguarda i differenti vertici societari, si rende necessario un repentino cambiamento, preferibilmente ai soggetti di governance aziendale di livello alto preposti alla direzione dell'organismo societario. Facendo riferimento ai diversi obiettivi patrimoniali e finanziari, si rende necessario dover garantire una certa solidità patrimoniale dell'impresa, assicurando mezzi adeguati commisurati alle dimensioni dell'organismo societario.

Rappresenta una condizione rilevante anche ridefinire e riequilibrare la struttura finanziaria, ovvero preporre una corretta relazione tra investimenti necessari e le necessarie fonti di finanziamento. Il soggetto economico deve essere capace di assicurarsi un'adeguata fonte di risorse che possono essere espresse in termini di liquidità, necessarie a promuovere una sufficiente flessibilità del processo gestionale di Turnaround. Dopo aver delineato l'iter di risanamento sulla base di una prospettiva generale, si rende necessario stanziare strumenti

e misure concrete necessarie a far fronte alla condizione di dissesto societario, che può integrare diverse fasi consequenziali<sup>36</sup>:

- **Rinnovamento dell'assetto proprietario:** Il primo passo per la messa a punto di un corretto piano di rinnovamento dell'assetto proprietario, consiste nella ridefinizione del gruppo che detiene il potere di controllo dell'impresa. La modificazione o trasformazione del capitale di comando è necessaria quando i diversi fattori di inefficienza aziendale hanno influito e pregiudicato la credibilità e l'immagine dei correnti individui riconducibili all'assetto proprietario. I quali non fronteggiando i presupposti negativi con la dovuta determinazione e tempestività hanno appurato il diffondersi della condizione di dissesto, che ha compromesso anche sul breve termine i processi di gestione interni e le diverse manovre messe appunto grazie alla competenza degli organi di governance.

Un altro presupposto essenziale da dover considerare per cui si rende necessario un cambiamento adeguato della struttura proprietaria, viene rappresentato dalla necessità di prediligere l'entrata di nuovi individui in grado di conferire risorse finanziarie necessarie ad operare un ripristino della ricapitalizzazione dell'organismo societario. Questo per consentire l'integrazione di una nuova formula imprenditoriale, apportando innovative fonti di valore addizionale in grado di determinare nuove motivazioni alla base dell'organismo societario. La procedura mediante la quale viene attuato un cambiamento radicale dell'assetto proprietario presuppone un'implementazione delle possibilità di ridefinire le diverse vie di ripresa dell'impresa, in quanto si rileva un aumento della disponibilità dei diversi creditori a diminuire le loro entità di credito, concedere dilazioni e ad applicare un decremento dei relativi tassi interesse. Questi presupposti favorevoli non potevano essere perseguiti dalla precedente proprietà, per la sua posizione e la sua scarsa attendibilità. Ad ogni modo si possono delineare anche elementi che presuppongono la persistenza del soggetto economico all'interno del complesso aziendale: assume rilevanza, il presupposto che i vertici aziendali siano stati in grado di mettere in atto concrete procedure di intervento prima della situazione di dissesto, in secondo luogo bisogna prendere in considerazione il fatto che i diversi azionisti potrebbero integrare nuove risorse nell'impresa per contribuire su più fronti alle diverse procedure di risanamento, garantendo una ricapitalizzare l'organismo societario necessaria ad ottenere una maggior garanzia dei creditori.

---

<sup>36</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

Il processo di risanamento potrebbe essere compiuto senza una vera e propria trasformazione che presuppone un cambiamento di fondo dei vertici aziendali, l'imprenditore grazie ad una determinazione costante ed una certa rimotivazione personale, sarà capace di innescare una nuova procedura di ridimensionamento dei processi gestionali aziendali, perseguendo nuovi valori grazie al sostegno di forze anche esterne (consulenze, banche, ecc.) potrà essere in grado di superare la condizione di dissesto corrente, necessaria ad essere arginata sul breve termine.

- *Cambiamenti nel top management*: Il processo di ridimensionamento della proprietà stabilisce un cambiamento, circa gli organi legati alla media e alta dimensione aziendale, presenti negli organismi societari che assumo importanti dimensioni, o comunque dell'amministratore e dei diversi responsabili delle business unit, nelle piccole e medie imprese. Le motivazioni alla base di questo processo di cambiamento relativo ai diversi individui di governance aziendale, non sono strettamente collegati alla necessità di integrare nei vertici manageriali, un individuo professionalmente idoneo e dotato di una certa dote di capacità, ma soddisfano la necessità elementare di attendibilità che il nuovo management deve avere come espressione del nuovo gruppo di controllo o comunque come fiduciario dei creditori. I vecchi individui che stanno a capo dei vertici di controllo, non sono adatti a fronteggiare il processo di risanamento aziendale, se si prende in considerazione che per la derivazione di un piano di ridimensionamento societario, vi è la necessità di analizzare le diverse cause che hanno portato l'organismo societario alla condizione di inefficienza e che molto spesso la procedura messa in atto implica un rinnovamento del personale e dei diversi processi di gestione aziendale. A questa condizione si rende necessario determinare una nuova e solida base di partenza per evitare la possibilità di riscontrare in futuro perdite pregresse. Il processo di ridimensionamento societario viene portato a termine con determinati passaggi graduali, volti ad evitare che il soggetto economico venga prosciugato delle diverse fonti di competenza e conoscenza professionale che rappresentano un valore implicito fondamentale per stabilire un buon successo con la clientela. Un 'impresa integra fattori chiavi rilevanti, che possono essere contraddistinti dal personale interno, non facilmente reperibile all'interno del contesto societario per la loro professionalità, ma diversamente rappresentano il risultato di continuativi processi cognitivi, di qualificazione e studio degli individui.

Il risanatore rappresenta una figura professionale che deve essere in grado di perseguire nel minor tempo possibile una corretta analisi del soggetto economico in crisi, sul piano contabile e quello industriale, con l'obiettivo primario di determinare i diversi punti di forza e debolezza dei rami d'azienda e decretare quali sia necessario dismettere e quali recuperare al fine di rideterminare un valore aggiunto in grado di creare maggior liquidità. Rappresenta un fattore chiave di successo la possibilità per il vertice manageriale della riconciliazione dei rapporti con i diversi creditori sociali e gli intermediari finanziari, in modo di ottenere sul breve periodo il loro consenso circa le condizioni che potrebbero favorire le diverse modalità di ristrutturazione del debito societario. I vertici aziendali dovranno intercedere con i diversi fornitori per cercare di conseguire una prestazione con una determinata dilazione di pagamento, necessaria a perseguire l'azione imprenditoriale garantendo la continuità della produzione. In seguito si renderà necessario coordinare i rapporti con le persone ed i gruppi sindacali, garantendo una certa affidabilità del piano di risanamento aziendale e così facendo sarà possibile mantenere ed assicurare numerosi posti di lavoro fondamentali al mantenimento di un certo equilibrio societario.

- *Ricapitalizzazione dell'impresa*: La situazione di inefficienza può essere riconducibile per lo più a fattori economici, ossia da differenze che derivano dal rapporto tra oneri e proventi di gestione, che possono essere strettamente correlati ad un'impossibilità nel portare a termine un'articolata redditività protratta al fine di ottenere un certo valore economico. Si manifesta all'esterno dell'organismo societario quando la condizione di dissesto è rilevante e l'impresa assume uno stato di insolvenza conclamato, ossia non si è più in grado di far fronte ai diversi impegni assunti nei confronti dei soggetti creditori per la l'impossibilità di reperire sul breve/medio termine risorse finanziarie e patrimoniali. Questa condizione di instabilità, può manifestarsi anche quando si delineano problemi di liquidità societaria derivati da differenti contingenze aziendali o relative al medesimo settore operativo in cui opera l'impresa, come per esempio l'impossibilità di operare una riscossione dei crediti verso clienti, una taglio concreto del credito elargito da parte dei diversi intermediari finanziari, contrazione dei tempi di pagamento relativi ai fornitori che implicano di dover prendere in causa altre fonti di finanziamento addizionali. " *If we want to outline an adequate and efficient Turnaround plan that establishes the objective goals to curb the crisis, we need to ensure that the company's top management has significant financial resources to be able to*



*pursue operational actions and to re-establish the guarantees offered to different stakeholders”* <sup>37</sup> . Circa la determinazione nel voler portare a termine un processo di risanamento necessario a far fronte alle diverse disfunzioni sistemiche, capace di ristabilire un certo equilibrio all'interno del soggetto economico.

E' fondamentale per una buona riuscita della procedura di risanamento compiere processi di ricapitalizzazione essenziali a far fronte al deficit patrimoniale assunto ed determinato dai processi gestionali perseguiti negli anni precedenti, inoltre rappresenta una finalità chiave il fatto di dover rideterminare le risorse finanziarie essenziali ad implementare e ridefinire il core business aziendale e la propria gestione interna, per poter supportare le diverse necessità di investimento, rilevanti ad avviare un processo di risanamento ben strutturato. -

*Rideterminazione del clima di fiducia nei differenti rapporti con i portatori di interesse;* Un clima di fiducia rappresenta la condizione necessaria a generare un certo valore economico per l'impresa per quanto riguarda i processi interni, ma rappresenta un fattore rilevante in quanto viene preso in considerazione anche nei legami stabiliti con i diversi portatori d'interesse fuori dall'organismo societario. Gli stakeholders, quali possono essere: dipendenti, azionisti, fornitori, clientela e qualsiasi individuo esterno che presupponga dei risultati reddituali negativi societari, possono protrarre un certo tipo di legame con il soggetto economico poiché si aspettano che tali rapporti stabiliti, in futuro si renderanno indispensabili per produrre un certo valore essenziale alle creazioni di un risultato positivo per ogni singolo individuo. La condizione patologica di dissesto fa sì che l'equilibrio espresso in termini fiduciari venga meno, il contesto esterno all'impresa diventa pesante, i diversi portatori di interesse possono prendere in considerazione decisioni rilevanti nei confronti del soggetto economico a sfavore di quest'ultimo, delineando una situazione di instabilità circa il consenso esterno dei diversi stakeholders che contribuirà in un arco di tempo incerto alla creazione di un clima sfavorevole al complesso societario.

L'instaurazione di un clima che favorisca i processi imprenditoriali interni ed esterni, deriva dalla messa in atto di azioni e processi efficaci da parte dei vertici aziendali, che deve impegnarsi a formulare azioni competenti e pensate che presuppongono come finalità principale, quella di incentivare la sicurezza e la fiducia nel contesto in cui opera l'impresa e migliorare le diverse condizioni assunte per la determinazione di un processo di risanamento

---

<sup>37</sup> Enrique R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, 2013

ben articolato. Uno dei risultati fondamentali da perseguire è la credibilità rilevante circa le negoziazioni effettuate sul mercato di riferimento, così facendo da ridefinire un clima di fiducia nei confronti di clienti e fornitori importante a ristabilire gli squilibri economici e finanziari relativamente alla continuazione che contraddistinguono determinati legami sotto il profilo commerciale.

Deve essere perseguita anche un'adeguata politica relativa ai processi di comunicazione. Il flusso informativo rilevato deve essere imputato e ben utilizzato sulla base di un piano aziendale formulato che definisca a chi debba essere indirizzato, come e quando rilasciare le diverse informazioni e notizie circa la procedura di risanamento attuata. Poiché se il flusso informativo fosse in grado di circolare in modo del tutto spontaneo e naturale senza determinati interventi necessari al monitoraggio delle risorse informative aziendali, si dovrebbe fronteggiare in futuro un possibile grado di rischio legato a messaggi distorti pervenuti al pubblico di soggetti esterni all'organismo societario con cui la realtà azienda trattiene determinati rapporti sulla base di certi valori e presupposti necessari a perseguire determinati obiettivi di breve-medio periodo sul mercato di riferimento. Solo nella situazione in cui all'interno e all'esterno dell'impresa, vi sia la concezione che il soggetto economico non sia prossimo ad una fase di liquidazione, ma susseguente ad un processo di ridefinizione fisiologico dell'attività di gestione potrà richiedere da tutti i diversi portatori di interesse un aiuto concreto circa il sostenimento delle fasi di gestione che contraddistinguono un'azione volta alla tutela e il mantenimento dell'integrità a livello di gestione caratteristica che contraddistingue l'azione imprenditoriale protratta all'interno del settore operativo.

- *Creazione della cultura di risanamento*: Nel procedura di Turnaround, la risorsa intesa come processo di consapevolezza dal punto di vista della cultura, si rende necessario per consentire un rilancio sostanziale dell'attività economica sul mercato in cui opera l'impresa, nello specifico la conoscenza o cultura può essere rappresentata dalla totalità dei valori che definiscono la storia del soggetto economico, le sue attività o esperienze differenti sulla base delle diverse unit business che la contraddistinguono. Rappresenta una condizione rilevante la rideterminazione di un clima nuovo in cui viene attuato e riconfigurato un nuovo processo di risanamento, perseguendo come finalità quella di riallineare valori positivi con l'attività

aziendale portata a termine da una parte, dall'altra agevolare la creazione di processi di intervento straordinari volti a colmare squilibri settoriali necessari ad essere sanati per garantire la persistenza del soggetto economico sul mercato in cui opera. Per assicurare un certo grado di successo la procedura di risanamento, deve prendere in considerazione un ridefinizione sostanziale dei valori e della cultura dell'impresa, ossia deve essere capace di derivare in modo innovativo dei processi collettivi di successo, in quanto non si formano in modo autonomo sul breve periodo ma si sostanziano in operazioni articolate perseguite sul lungo termine all'interno della realtà societaria, grazie all'integrazione di nuovi valori e contenuti all'interno del complesso funzionale organizzato<sup>38</sup>.

### ***2.2.2- L'analisi della strategia di risanamento aziendale***

Il tempestivo riconoscimento dei sintomi di inefficienza societari, stabilisce un'efficiente ed efficace azione di prevenzione. Le diverse situazioni di instabilità che comportano la perdita di un certo ruolo centrale all'interno del mercato, contraddistinto dalla condizione di declino e crisi aziendale, rappresenta un presupposto necessario ad essere arginato lungo il ciclo di vita dell'impresa sul breve termine prima che la situazione di instabilità diventi conclamata e possa compromettere la permanenza dell'impresa all'interno del mercato in cui opera. L'analisi e il monitoraggio degli eventi esterni o interni strettamente collegati con la realtà aziendale, che possono rappresentare molte volte dei presupposti sintomatici negativi che contraddistinguono una situazione patologica assumo un ruolo cruciale, per poter garantire i relativi criteri di economicità i quali implicano che almeno i flussi reddituali positivi siano di entità equivalente agli oneri da dover sostenere per preservare il ruolo chiave e rilevante del soggetto economico sul mercato di riferimento. La procedura di diagnosi della crisi può essere presa in considerazione per analizzare i diversi sintomi piuttosto che le cause. Per questo scopo ossia la messa a punto di un buon processo di diagnosi, sarà necessario valutare il bilancio ed i relativi dati di mercato che rappresentano delle componenti importanti da dover prendere in causa per valutare e stabilire lo stato di salute del complesso funzionale organizzato.

---

<sup>38</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli

Quando i piani contabili rappresentano perdite e dissesti rilevanti, può significare che già sul lungo periodo, si sono presentati inefficienze necessarie ad essere arginate e che assume un ruolo determinante, il poter garantire sul breve termine una procedura attuata al fine di individuare e delineare i diversi sintomi prima che i presupposti negativi di inefficienza sfocino in una crisi conclamata. Un'analisi a consuntivo che presuppone di dover intervenire in modo tempestivo e assicurando una certa efficienza e coordinamento dei diversi processi attuati per arginare le disfunzioni che presuppongono una condizione di instabilità finanziaria ed economica per l'organismo societario. Il concetto chiave su cui si basano determinati approcci teorici aziendali, fa perno e assume un ruolo centrale circa i diversi legami o equazioni personali tra i vertici dirigenziali e la proprietà del soggetto economico. Con questa relazione si vuole delineare la situazione di equilibrio tra la razionalità determinata e stabilita per quanto riguarda l'assetto strategico dell'impresa e le diverse manifestazioni riconducibili alle dinamiche di mercato esterno che influenzano l'organismo societario, indirizzando i vertici dirigenziali verso nuove finalità ed obiettivi innovativi che potrebbero garantire un abbattimento del diaframma giuridico imprenditoriale, assicurando una struttura d'impresa più snella, flessibile e protratta al cambiamento in relazione al mercato esterno.

Abbiamo appurato come fronteggiare condizioni di rischio ed incertezza rappresenti un fattore rilevante per poter derivare una buona procedura significativa e ben strutturata per delineare i diversi fattori patologici dell'organismo societario. Rischio ed incertezza rappresentano elementi e fenomeni che vanno presi in considerazione ed analizzati insieme, ma stabiliscono presupposti diversi. Di fondo possiamo definire che comunque si assiste ad un certo grado di impossibilità, dovuto a differenti limiti cognitivi relativamente alla ragione umana, che stabiliscono una certa difficoltà nel prevedere decisioni da dover prendere in considerazione in un futuro prossimo o dalle "non decisioni" e delle rinunce a determinate azioni da poter assumere.

Da queste prime considerazioni si può ipotizzare come la pianificazione formale e il coordinamento di un processo di programmazione e controllo ben definito rappresenti un valido strumento per indirizzare e ridefinire l'assetto gestionale dell'organismo societario, protratto sul lungo termine al fine di garantire una procedura valida per fronteggiare i rischi sistemici d'impresa. Il processo di controllo interno al soggetto economico, viene definito come un fattore chiave per delineare e far fronte alle diverse necessità che rappresentano fattori determinanti per un'adeguata gestione del rischio societario. Questi processi di controllo interno integrano degli elementi e modalità

necessarie a far fronte a situazioni avverse essenziali a garantire i criteri di economicità relativamente al processo di gestione coordinato, alla messa in atto delle diverse procedure operative e all'efficacia dei flussi esplicitati in termini informativi. Nel framework dell'Enterprise Risk Management (ERM), sono rappresentati otto fattori chiave da dover prendere in considerazione per definire l'iter gestionale del rischio che contraddistingue ogni singolo soggetto economico, il rischio di gestione rappresenta una componente rilevante, necessaria ad essere analizzata per poter delineare una buona attività di diagnosi della crisi d'impresa<sup>39</sup>. L'applicazione dal punto di vista operativo del l'ERM, relativamente ai diversi livelli gerarchici imprenditoriali, può derivare rilevanti fattori favorevoli sia per gli organi di controllo che per i vertici dirigenziali. La possibilità di operare un'adeguata analisi del rischio e valutare la diversificazione del rischio sulla base delle diverse aree societarie operative presuppone di far acquisire al top management, la piena consapevolezza di una condizione sfavorevole che potrà manifestarsi sul breve periodo, necessaria ad essere arginata mediante l'utilizzo di prospetti o piani ben strutturati e impiegati per ottenere una posizione competitiva sul mercato ed un'atteggiamento positivo protratto alla massimizzazione del valore economico-finanziario del complesso societario.

Il fattore di rischio è importante da analizzare per appurare la dinamica evolutiva futura del complesso aziendale societario, dalla possibile manifestazione di eventi avversi alla normale gestione d'impresa. Possiamo derivare due diverse concezioni, relativamente a due gruppi differenti i quali possono essere:

- Rischio aleatorio;
- Il rischio di non conoscenza.

La manifestazione del rischio aleatorio è strettamente collegata a fattori che si verificano all'esterno con una certa ricorrenza, ossia questi elementi presuppongono un certo livello di criticità che l'organismo societario può ricondurre a categorie note. Questi elementi rilevanti da dover prendere in considerazione per poter salvaguardare e tutelare l'impresa sul breve termine, possono essere fronteggiate da parte dell'organismo societario mediante la formulazione di assicurazioni esterne per far fronte a bisogni o necessità future che garantiscano il raggiungimento di obiettivi in linea con il core business aziendale. Il soggetto economico per poter risanare una certa entità di rischio

---

<sup>39</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli

imprevedibile futura, potrebbe anche ricorrere ad una forma di assicurazione interna che potrà essere rappresentata da accantonamenti a fondo rischi e oneri futuri. Riconducendo una parte della liquidità aziendale al fondo, il complesso funzionale sarà in grado mediante accantonamenti protratti durante gli esercizi futuri di far fronte a possibili situazioni avverse, di fatto dal punto di vista contabile se l'entità in termini numerici del rischio è inferiore al fondo predisposto allora si realizzerà una sopravvenienza attiva, diversamente se la manifestazione della causalità o fattore di inefficienza dovesse essere di entità superiore al fondo accantonato verrebbe a formarsi una sopravvenienza passiva da dover sanare mediante una contrazione o appesantimento della struttura finanziaria dell'impresa. Il procedimento mediante il quale vengono formulate termini e strumenti assicurativi, rappresentano un costo da dover sostenere per far fronte a rischi ricorrenti prevedibili non solo sul medio-lungo termine.

La delimitazione del perimetro di riferimento a cui fa capo il rischio di non conoscenza, viene identificato nel concetto ed espresso in termini quantitativi, circa la grandezza del capitale allocato. Il rischio di non conoscenza che fa riferimento alla diretta proprietà, la sua quantificazione, con la derivazione del capitale allocato, presuppone di stabilire, operare riflessioni ed analisi focalizzate sulla ripartizione del rischio sistemico tra i diversi portatori di interesse dell'organismo societario.

La condizione di incertezza, diversamente dal rischio può rappresentare una componente necessaria ad attribuire un certo vantaggio al soggetto economico. I riflessi riguardanti gli effetti economici dell'incertezza relativamente all'economicità ossia la condizione che assicura una certa entità di flusso reddituale positivo capace di far fronte agli oneri di gestione, possono essere esplicitati in termini di opinione o considerazione intuitiva. Le diverse azioni messe in atto per far fronte a questo problema, possono essere differenti da quelle più procedurali e schematiche della semplice prevenzione al rischio di fatto. Per esempio possiamo far riferimento al caso in cui viene operata un'azione strategica di diversificazione del prodotto, che permette di allineare alcuni risultati reddituali positivi relativamente ad alcuni prodotti con quelli residuali negativi di altre, comportando un bilanciamento sostanziale delle diverse attività analizzate. Circoscrivere l'analisi dal punto di vista operativo ad i rischi e le diverse incertezze soggettive, in quanto strettamente correlate con le scelte del soggetto economico, potrebbe apparire estremamente riduttivo, sarà necessario effettuare un'analisi dei rischi ed incertezze di tipo oggettivo in quanto collegate a situazioni esterne all'ambiente di appartenenza nel quale l'impresa opera. Dobbiamo considerare che una situazione di successo corrente, può rappresentare una condizione di rischio crescente ed

amplificata sul medio lungo termine necessaria ad essere sanata per evitare una possibile situazione di dissesto che potrà manifestarsi in futuro. Sarà opportuno considerare ed indirizzare l'organismo societario verso una maggior consapevolezza della composizione ed entità del rischio relativamente alla propria impresa, per stabilire manovre di intervento concreto e cautelarsi in modo adeguato in relazione all'entità del rischio ed incertezza percepita.

Le attività di diagnosi della crisi d'impresa definiscono che una volta delineati i possibili presupposti di inefficienza che possono condurre ad uno stato di crisi, possiamo stabilire una serie di interventi per far fronte alle disfunzioni economiche e finanziarie che potrebbero compromettere la stabilità del soggetto economico sul breve termine e danneggiare la posizione assunta dall'impresa sul mercato di riferimento dal punto di vista competitivo e operativo. Si assumono due principali livelli, che hanno come finalità principale, quella di prevenire la crisi societaria, i quali possono essere: - Attività di prevenzione a livello strutturale; - Attività di prevenzione a livello operativo.

Il primo gruppo si riferisce a quegli elementi che definiscono l'assetto morfologico dell'impresa, circa i tempi e modalità prolungate, riguardanti i seguenti aspetti: la forma giuridica, la dimensione, la localizzazione, la struttura finanziaria, l'assetto organizzativo, le relazioni esterne di collaborazione, la posizione competitiva sul mercato.

- *La forma giuridica:* Presuppone una scelta ragionata di fondo che definisca il diaframma giuridico assunto e le conseguenze che essa apporta in riferimento alle problematiche di governo e controllo dell'organismo societario, sulla base delle diverse forme di incentivo per quanto riguarda le attività d'investimento, alla solidità-patrimoniale rilevante dell'impresa. La disciplina nazionale stabilisce che un soggetto economico possa assumere diverse configurazioni, circa la struttura giuridica assunta, che può andare dalle società di persone a quelle di capitali in relazione ad una responsabilità limitata o illimitata da parte dei soci che costituiscono la società e sulla base di una certa omogeneità causale, in relazione a soggetti economici a scopo di lucro o meno. Prediligere entità di proprietà allargata, come le società per azioni quotate definisce una certa specializzazione di fondo relativamente alle diverse decisioni assunte all'interno dell'organismo societario ed ai soggetti che detengono la proprietà dell'organismo viene affidata la sola mansione di rettifica, circa le decisioni assunte e prestabilite dal top management. Nelle società che presentano una proprietà di fondo basilare più ristretta, come per esempio le società di

persone, gli individui che detengono la gestione e la proprietà del soggetto economico presuppongono la disponibilità e la totalità delle risorse, si assume la piena consapevolezza dei fattori disponibili per organizzare i processi di gestione interna correnti e futuri.

Con questa forma giuridica vi è la possibilità di riscontrare maggior fattori di inefficienza, in quanto gli individui che detengono la proprietà possono non possedere elevate competenze a livello professionale, che sono necessari per gestire da una parte i processi di gestione interna, essenziali a favorire una crescita dimensionale mediante una riduzione dei costi medi unitari. Inoltre le competenze possono facilitare i processi di gestione esterna all'impresa definiti dai legami con i diversi clienti e le strategie attuate dall'organismo societario per incrementare i flussi reddituali esterni necessari ad ottenere una posizione competitiva sul mercato di riferimento. In molte circostanze viene operato un intreccio tra processi di gestione industriale e relazioni interpersonali tra gli individui proprietari che sono spesso legati da vincoli di parentela, inoltre si possono sottolineare rischi derivati dall'avvicendamento generazionale da cui spesso prendono il via, lunghe e difficili transazioni. Un altro aspetto rilevante da dover prendere in considerazione è strettamente legato agli incentivi dei diritti di proprietà, si stabiliscono modalità di remunerazione ben precise, residuali e questo presupposto ha come finalità principale quello di incentivare l'impegno attivo assunto e le diverse attività di investimento sostenute dall'organismo proprietario. Lo schema rappresentativo dei diritti di proprietà può essere quindi usato per poter supportare i diversi processi strategici aziendali attuati. La struttura giuridica è determinante per poter decretare una certa solidità patrimoniale-finanziaria dell'organismo societario, una società di capitali che assume la configurazione di una società per azioni presuppone un maggior accesso ad un mercato di capitali, in termini di liquidità che è invece limitato per altre piccole entità economiche di piccole e medie dimensioni.

- *La dimensione*: l'elemento dimensionale rappresenta uno dei fattori rilevanti al fine di determinare un certo margine reddituale positivo di crescita capace di assicurare un grado di successo competitivo del soggetto economico sul mercato di riferimento. Dal punto di dimensionale ad un'entità di maggiori dimensioni sono correlati vantaggi competitivi rilevanti per quanto riguarda la struttura espressa in termini di costo, le economie di scala espresse e l'assunzione di una posizione di leadership di costo e quindi di poter detenere una certa forza contrattuale relativamente al prezzo stabilito per prodotto. Ad oggi



l'assunzione di una crescita dimensionale rilevante può implicare diversi fattori di inefficienza capaci di innescare una certa crisi di capacità a motivo della rigidità societaria che contraddistinguono i complessi funzionali sovraordinati dinanzi a correnti e immediati cambianti dell'ambiente esterno con il quale il soggetto economico interagisce quotidianamente. Il concetto di sviluppo differisce dall'aumento dimensionale e può presupporre in modo differenziato che tale termine definisca principalmente rilevanti aspetti qualitativi, come l'innovazione, l'ampliamento dei mercati serviti e la riorganizzazione legata ai processi produttivi e commerciali che contraddistinguono la realtà societaria. Un miglioramento sotto il profilo qualitativo viene perseguito attraverso lo sviluppo, questo processo stabilisce una certa implementazione delle performance a livello societario per quanto riguarda l'efficienza e l'efficacia dei processi interni ed esterni applicati e prestabiliti con la finalità principale del raggiungimento di un certo margine reddituale positivo sul mercato capace di assumere una posizione strategica rilevante per quanto riguarda il prodotto offerto. In conclusione il fattore dimensionale che presuppone dal punto di vista operativo una piccola o grande rilevanza nel settore in cui opera, può rappresentare e contraddistinguere una condizione di forza o debolezza da dover prendere in considerazione in generale sulla base del contesto e alla situazione ambientale con cui l'impresa interagisce.

- *La localizzazione*: il luogo dove viene esercitata l'attività d'impresa assume una certa rilevanza, contraddistingue ed influenza il normale processo di gestione interno aziendale. L'organismo societario si presenta come un'entità aperta capace di intrattenere diverse relazioni con l'esterno per far fronte a concrete inefficienze di sistema e per rendere disponibili le attività in linea con il core business aziendale. Nel normale coordinamento dei processi interni, il soggetto economico acquisisce, concentra e riorganizza le risorse primarie e secondarie (*input*), rese da terze economie che rappresentano una fonte necessaria per il conseguimento di processi di trasformazione fisici-tecnici essenziali alla produzione di beni e servizi capaci di soddisfare i clienti esterni sul mercato di riferimento. L'impresa deve inoltre tener conto dei costi sussidiari, come i costi di trasporto, sostenuti per stabilire un collegamento con società fornitrici e clienti con i quali intrattiene rapporti di scambio, i costi variano in relazione alla posizione o localizzazione del soggetto economico rispetto al cliente e fornitore preso in causa. Sarà necessario che l'impresa tenga conto e

valuti ai fini di implementare la propria localizzazione rispetto al settore operativo, le conseguenze esplicitate non solamente in termini di costo di transazione ex-ante, ma soprattutto per quanto riguarda i costi da dover derivare, sostenere ex-post. Sulla base di questa analisi, in una condizione con una certa concentrazione rilevante di fornitori intercambiabili, i costi relativi alla transazione potranno essere minori rispetto ad una condizione in cui i differenti fornitori sono difficilmente sostituibili. Un altro rilevante elemento da prendere in considerazione è la probabilità di poter riscontrare sulla base di un ambito operativo territoriale particolarmente ristretto i contatti, i diversi scambi di informazione e di conoscenza, anche dal punto di vista dei processi operativi, che esemplificano in modo semplice e chiaro lo sviluppo e la nascita di nuovi complessi aziendali.

- *La struttura finanziaria*: la struttura finanziaria e la sua formulazione, assume un ruolo rilevante per poter prevenire ed arginare le diverse cause di crisi societarie. Per quanto riguarda la sua formulazione, un soggetto economico ben capitalizzato potrà far fronte più facilmente ad inefficienze sistemiche di medio lungo periodo, inoltre possiamo assumere che un abbattimento della struttura finanziaria dal punto di vista operativo sarà facilmente attuabile assicurando almeno il principio di economicità delineato dalla disciplina aziendale generale<sup>40</sup>. Sarà più facile evitare finanziamenti esterni sul breve termine se l'ammontare delle attività di breve periodo riuscirà dal punto di vista quantitativo a far fronte agli impegni assunti non consolidati ossia relativamente a quelli di breve termine. Molto spesso i diversi complessi funzionali organizzati presuppongono una certa debolezza finanziaria determinata da un'eccessiva differenza tra il capitale di credito e il capitale proprio, anche se l'organismo societario figura un buon stato di salute sotto il profilo economico-finanziario. Differenti potranno essere i sintomi di squilibrio finanziario, i quali possono essere ( scarsa liquidità, non sufficiente copertura delle immobilizzazioni, ossia beni alla fine del proprio ciclo finanziario, presenza di rilevanti debiti di breve periodo ecc.), una struttura finanziaria non ben formulata dovrà essere perfezionata, poiché i diversi fattori che presuppongono una certa disfunzione economica-finanziaria, che necessita di essere arginata potranno portare ad una situazione di insolvenza sul medio-lungo termine e alla dichiarazione di fallimento.

---

<sup>40</sup> S. Catuogno, *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, 2016

- *L'assetto organizzativo*: la sfera organizzativa della realtà societaria tiene conto di un quadro situazionale rilevante e specifico, correlato alla complessità dei processi interni aziendali, la riformulazione delle diverse mansioni, la ridefinizione dell'assetto strategico relativamente alla strategia assunta per poter penetrare ed operare in modo efficace ed efficiente sul mercato di riferimento. Differenti sono gli schemi relativi alla formulazione della struttura organizzativa che potranno essere presi come punto riferimento, quali può essere per esempio la struttura elementare o semplice, che rappresenta un modello organizzativo usato nella maggioranza dei casi da imprese di piccole dimensioni che operano in un solo settore e che prediligono alla base della struttura dell'impresa un approccio mono-business. Le diverse attività operate sul mercato vengono portate avanti da un unico individuo, il proprietario o titolare dell'impresa. Secondo questa concezione questo individuo è il diretto beneficiario delle attività e passività del soggetto economico, inoltre viene posto al centro dei sistemi di rilevazione societari e rappresenta il referente diretto dei flussi informativi. Con l'assunzione di finalità che prediligono una certa concentrazione orizzontale, le dimensioni del soggetto economico aumentano e si rende necessaria e viene presa in considerazione una certa diversificazione o differenziazione delle attività perseguita con lo scopo di operare in business addizionali capaci di attribuire maggior valore all'organismo societario. La crescita dimensionale rappresenta un fattore rilevante da dover prendere in considerazione per poter assumere una posizione strategica e competitiva sul settore nel quale si opera, con l'incremento delle pressioni concorrenziali le diverse entità aziendali hanno preferito assumere una formulazione organizzativa più efficiente che ha come obiettivo primario quello di ottenere una concreta riduzione dei costi produttivi e relativi alla governance aziendale e operare in contesti nuovi diversificando l'attività aziendale.

Il processo attuato per una miglior divisione efficiente del lavoro all'interno della realtà societaria, ha contribuito alla nascita di nuove aree funzionali in grado di perseguire obiettivi differenti sempre in linea però con il core business dell'impresa. Le diverse aree lavorative sono dotate di una certa autonomia decisionale esplicitata in termini giuridici ed operativi, inoltre all'interno di ogni business unit viene operata un'addizionale scomposizione che può essere perseguita mediante una formulazione della struttura organizzativa multifunzionale o divisionale.

Una condizione necessaria è la rappresentazione della configurazione d'impresa, nelle prime fasi di coordinamento dei processi interni che favoriscono lo sviluppo, in quanto il soggetto economico presuppone una posizione strategica momentanea rilevante sul settore con il quale interagisce, che attribuisce un'elevata redditività e non tiene conto dei rilevanti costi del complesso funzionale organizzato per poter supportare la struttura organizzativa dell'impresa. Tali costi realizzati espongono la struttura finanziaria ad un appesantimento ingente poiché difficili da arginare e da eliminare, in condizioni di dissesto finanziario che sfociano in vere e proprie crisi aziendali conclamate prendono il via vere e propri processi di riorganizzazione che presuppongono un rilevante decentramento in grado di attribuire maggior autonomia sotto l'aspetto operativo e giuridico ai diversi rami societari.

- *Relazioni esterne di collaborazione*: una struttura rigida del complesso funzionale può definire una certa entità a cui viene attribuito un grado di inefficienza che può sfociare in una determinata situazione patologica che dovrà essere sanata mediante l'attuazione di un piano di risanamento aziendale, questo spesso si manifesta quando l'ambiente esterno nel quale l'impresa opera assume caratteri rilevanti contraddistinti dalla variabilità e dalla discontinuità. In questo caso il soggetto economico può perseguire due direttrici che contraddistinguono due differenti percorsi di crescita sotto il profilo qualitativo:
- La crescita interna viene perseguita operando finalità proprie legate alla concentrazione orizzontale che possono implicare, l'acquisizione di risorse necessarie ad avviare processi produttivi, l'incremento degli individui occupati e l'allungamento del ciclo tecnologico svolto per quanto riguarda i diversi processi interni relativamente all'attività svolta.
- La crescita per via esterna implica un aumento dimensionale dovuto anche all'assorbimento dei margini relativi a clienti e fornitori e all'acquisizione di risorse strategiche rilevanti necessarie a supportare i processi che contraddistinguono il core business aziendale. Mediante questa finalità essenziale ad essere perseguita il soggetto economico rinuncia al controllo sui diversi strumenti produttivi attraverso la gestione e la proprietà di risorse o forza lavoro impiegata mediante contratti di lavoro dipendente, coordinando una fase o differenti azioni riguardanti il processo tecnologico ed integrandosi all'esterno con altri soggetti economici. Il primo percorso di crescita analizzato è lento e statico ed implica necessari incrementi di capitale e rischi relativi alla governance aziendale particolarmente

imprevedibili. Nel secondo caso invece la condizione di crescita delineata è immediata e reversibile con una concreta diminuzione del rischio imprenditoriale e potrebbe rappresentare una soluzione ponte determinante per ridurre il fattore di rischio sistemico a cui può essere soggetta una certa impresa. Una crescita dimensionale esterna implica che le diverse scelte razionali vengano prese in considerazione secondo alcune dinamiche relative al make or buy decision. Inoltre una strategia attuata che ha come finalità principale una cooperazione esterna tra diversi soggetti economici, permette a livello societario di fronteggiare competitors che assumo un raggio di azione relativamente più ampio mediante una crescita dimensionale particolarmente accentuata. Ad oggi gli organismi societari che hanno portato a termine strategie di decentramento dei processi produttivi hanno formulato e stipulato accordi con altre entità attraverso il particolare istituto dell'outsourcing o della sub-fornitura.

- *La posizione competitiva*: La posizione intesa come situazione o circostanza nella quale il soggetto economico si trova ad operare rispetto al mercato di riferimento, acquista una notevole importanza dal punto di vista del vantaggio competitivo.

Questa posizione assunta dal soggetto economico nei confronti del settore in cui opera è coerente con il proprio portafoglio di prodotti offerti ai diversi clienti, i meccanismi innovativi consentono all'impresa di attuare processi diversificati ed innovativi che consentiranno al soggetto economico di mantenere un ruolo centrale nel mercato nel quale l'offerta viene indirizzata attraverso diversi piani strategici pattuiti. Le situazioni di inefficienza che hanno portato l'entità economica verso una condizione di squilibrio e crisi, hanno favorito lo sviluppo di processi protratti con lo scopo di concentrare l'offerta relativamente alle attività del core business aziendale, per poter implementare e sostenere l'attività caratteristica che contraddistingue l'operato offerto sul mercato dal punto di vista qualitativo e per un maggior supporto delle attività connesse con il core business societario<sup>41</sup>. La riduzione del ciclo di vita del prodotto, il fattore qualitativo ed i piani strategici sempre più indirizzati al consumatore hanno condotto maggiormente il soggetto economico ad una fase di ricerca di un trade-off gestionale dal punto di vista della qualità/prezzo assunto, fattori complementari a cui dover mirare per l'assunzione di un maggior vantaggio competitivo a livello globale. La messa in atto di un processo

---

<sup>41</sup> S. Catuogno, *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, 2016

di ridefinizione dei sistemi produttivi, sono sempre più indirizzate a riformulare la catena del valore che definisca e selezioni le diverse attività o processi operati che presuppongono un maggior plusvalore per il cliente o consumatore. Uno strumento per valutare la propria posizione competitiva rispetto al mercato di riferimento è rappresentato dalle tecnologie di benchmarking che mediante opportuni confronti con i diversi competitors, alla clientela e alle competenze possedute consentono di graduare la propria situazione competitiva rispetto al settore in cui operano.

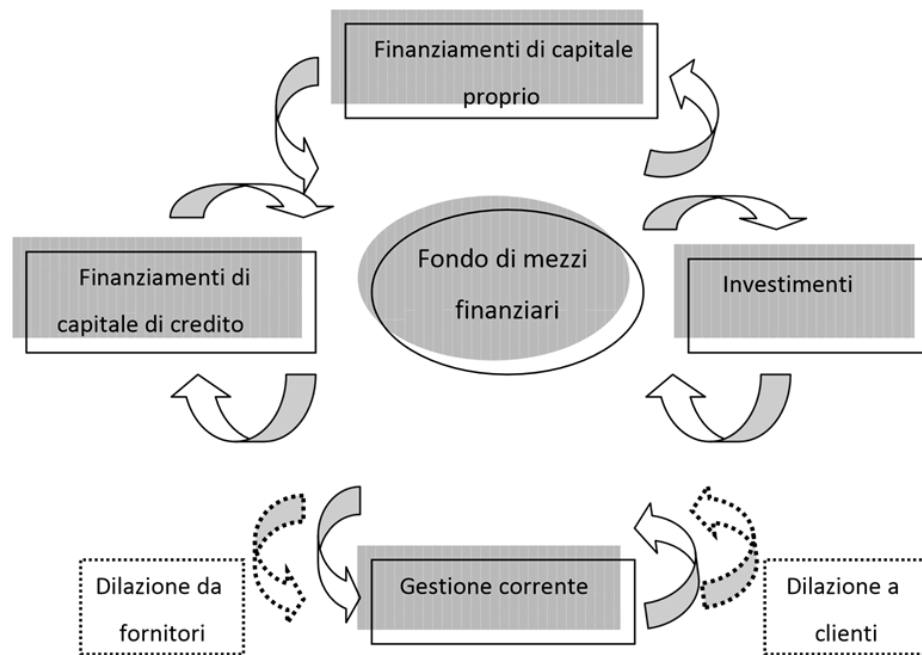
Facendo riferimento al secondo livello, quello operativo, concerne quei valori che spiegano il funzionamento e prodotto dell'istituto aziendale, dopo aver definito un certo asso strutturale, determinando gli elementi o fattori (gestionali ed organizzativi assunti in modo congiunto) che sono rappresentati dai diversi circuiti operativi. Questi livelli analizzati dal punto di vista operativo spiegano e definiscono i differenti percorsi che vengono formulati dalla dinamica gestionale del soggetto economico in funzionamento: linee guida che implicano un movimento circolare, con ritmi e tempistiche che si devono coordinare e gestire in modo diverso per assicurare un certo equilibrio societario. Diversamente nascono disfunzioni, vere e proprie situazioni di inefficienza, i diversi circuiti che analizzano ed illustrano la fisiologia del soggetto economico possono essere così definiti:

- Circuito dei finanziamenti a titolo di capitale proprio;
- Circuito di finanziamento a titolo di capitale di credito;
- Circuito degli investimenti;
- Circuito della gestione corrente.

L'analisi e la stima dei singoli circuiti esprime un valore metodologico, per riassumere e derivare in modo diversificato i comportamenti assunti dai cicli del sistema operativo. La tabella seguente in evidenza mostra uno prospetto di funzionamento o schema dei differenti circuiti operativi, definendo il singolare punto di convergenza relativamente al fondo dei mezzi finanziari che essi alimentano e diminuiscono in modo progressivo<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> P. PICIOCCI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016



### *Circuito dei finanziamenti a titolo di capitale proprio*

Il processo che deriva il circuito dei finanziamenti a titolo di capitale prende il via solo in una fase iniziale che contraddistingue la costituzione dell'entità economica mediante il conferimento di capitale proprio. In una fase successiva relativamente ad una condizione di funzionamento del complesso organizzato aziendale il procedimento ciclico può essere in grado di assorbire diversi strumenti o mezzi finanziari per il prelevamento delle quote di utile o ripristino del capitale, può inoltre alimentare le stesse procedure mediante aumenti del fabbisogno di capitale stesso. Questo mezzo di finanziamento è strumentale e preliminare per lo sviluppo ed implementazione della realtà societaria, in quanto una società più patrimonializzata resa tale da procedure di capitalizzazione, consente di reperire addizionali finanziamenti a titolo di capitale di credito, necessari a far fronte all'entità di fabbisogno finanziario suppletivo richiesto dal processo di sviluppo protratto all'interno dell'entità economica.

### *Circuito dei finanziamenti a titolo di capitale di credito*

Questo circuito si focalizza sul reperimento dei prestiti ed assume un ruolo chiave centrale per l'iter di sviluppo che produrrà effetti positivi, circa il maggior valore aggiunto capace di assumere una posizione centrale rispetto al settore in cui opera. Bisogna prendere in considerazione e tener conto del fatto che a sua volta assorbe risorse finanziarie a motivo dei rimborsi e degli oneri finanziari. Un

altro fattore rilevante che dobbiamo prendere in considerazione è la stima espressa in termini temporali dei rimborsi, un soggetto economico che si espone in modo eccessivo sul breve termine, circa il rapporto con gli intermediari finanziari (banche), da un lato presuppone finanziamenti meno convenuti o vantaggiosi e dall'altro incorpora nei propri processi di gestione un'entità di rischio non direttamente controllabile.

Per quanto concerne le garanzie personali, nella situazione in cui si prendano in considerazione società di persone, esse ricadono non solo sul soggetto economico ma anche sui soci stessi. Questo da un lato rappresenta un fattore che implica un consistente rischio a capo della proprietà, relativamente ai diversi individui destinatari delle attività e passività del complesso funzionale organizzato, inoltre la proprietà viene posta al centro del sistema di rilevamento e rappresenta il diretto beneficiario del flusso informativo. Dall'altro lato questo presupposto consente una maggiore disponibilità degli intermediari finanziari a far credito e concedere un certo quantitativo di fido nei confronti dell'impresa, appesantendo lo schema o struttura dei finanziamenti con fattori di indebitamento notevoli, sproporzionati alle dimensioni e all'entità del capitale del soggetto economico.

### *Circuito degli investimenti*

Questo processo ciclico viene integrato ed alimentato sulla base dei diversi piani strategici attuati, con la finalità principale di assicurarsi un certo grado di soddisfacimento della clientela in base al prodotto offerto, seguendo diverse azioni o processi in linea con il core business aziendale che assicurino una condizione di crescita dal punto di vista dimensionale e qualitativo realizzando un certo margine reddituale positivo. In genere le tempistiche, l'entità o composizione dei differenti investimenti promossi verso l'esterno vengono coordinati e perfezionati mediante le scelte aziendali. Rappresentano azioni e processi che implicano una diminuzione e restrizione dei mezzi finanziari per una pluralità di esercizi indefiniti, restituendo un certo quantitativo di risorse in termini monetari alla manifestazione di procedure legate alla dismissione, sostituzione o eliminazione in via definitiva. Relativamente al problema della prevenzione delle situazioni di dissesto che implicano il manifestarsi di situazioni patologiche critiche necessarie ad essere sanate, sarà essenziale delineare e prendere in considerazione alcuni punti, quali possono essere:



- Il circuito dei processi d'investimento è determinante per gli organismi societari che fissano come obiettivo una crescita in termini dimensionali rilevante, legata a diverse esigenze tecnologiche e stabilite dal regime di mercato assunto (oligopolistico);
- Il circuito relativo agli investimenti è da prendere in considerazione ed assume una posizione importante, pur non implicando una crescita esplicitata in termini dimensionali, ma presuppongono di assicurarsi una posizione competitiva sul mercato di riferimento mediante l'implementazione e lo sviluppo delle risorse prodotte internamente;
- I piani strategici che coordinano gli investimenti all'interno dell'organismo societario, sono relativamente meno importanti per le entità economiche che promuovono o sviluppano esternamente, un'elevata capacità negoziale. Attraverso un percorso di crescita per via esterna e superando il fattore dimensionale perseguito attraverso obiettivi di concentrazione orizzontale, per assumere un certo successo competitivo grazie ad azioni di controllo e processi non proprietari, che si formulano e si stabiliscono in strutture reticolari.

### *La Gestione corrente*

Tale processo definisce un flusso rappresentato da diverse operazioni che implicano la determinazione di costi e ricavi relativi alla sfera produttiva societaria. L'iter ciclico prende il via mediante la messa in atto di processi produttivi producendo delle uscite, necessarie a far fronte a diverse entità di costo e da entrate conseguenti la rilevazione dei ricavi d'esercizio. Il processo gestionale corrente congiunge la procedura di gestione economica-finanziaria che rappresenta un fattore rilevante per far fronte ad una condizione patologica di dissesto sul medio e lungo termine. L'andamento di tale processo è influenzato dall'idonea messa in atto delle procedure o azioni individuate sotto il profilo operativo: l'andamento del quantitativo di vendite realizzate sulla base del consolidamento delle quote di settore, del fattore quantitativo relativamente al valore dei servizi o prodotti offerti sul mercato, della capacità espressa in termini di innovazione ecc.

L'iter o processo per far fronte e prevenire lo stadio di crisi, richiede un certo impegno da tutti i diversi individui all'interno della realtà societaria, poiché questa finalità viene perseguita, cercando diverse sinergie di fondo ed integrando molteplici fattori, come possono essere: il clima interno, collaborazione reciproca, motivazione personale ed uno stile di leadership coinvolgente e partecipativo. Alla base di questo processo protratto nel corso degli esercizi vi possono essere

collegamenti con altri circuiti, infatti un'eccedenza nella procedura di gestione corrente potrà essere impiegata per implementare ed integrare il circuito relativo agli investimenti che può essere analizzato e stimato mediante un indice di bilancio molto importante, rappresentato dal ROI ( Return on Investment ) che viene definito dal rapporto tra il reddito operativo e le diverse attività relative allo stato patrimoniale. Questo indice è molto importante per stimare la capacità reddituale dell'impresa dal punto di vista dell'operabilità, sulla base dei diversi fattori d'investimento assunti durante gli esercizi futuri. Il surplus reddituale relativo ad un'eccedenza nel processo gestionale corrente interno, può essere indirizzato a diversi progetti d'investimento, in questo caso l'iter auto generatrice del soggetto economico va a favorire l'implementazione dell'impresa stessa. Un ciclo monetario che rappresenta una sottocategoria preferibilmente al ciclo di gestione corrente, che vede incrementare la propria lunghezza e l'entità, provoca un incremento del rischio sistemico presupponendo un aumento sostanziale del fabbisogno finanziario con un abbattimento della struttura di costo provocato da un incremento degli oneri finanziari. I soggetti economici esposti alle debolezze della gestione del ciclo finanziario, rappresentano diverse entità economiche che intrattengono legami e rapporti sul piano fiduciario con clienti importanti, per grosse frazioni di fatturato o con importanti individui fornitori esclusivi di merci e prodotti.

Dopo aver delineato questi fattori rilevanti per la determinazione dell'attività di diagnosi della crisi d'impresa dobbiamo definire che dall'interesse relativamente all'analisi dei fattori che hanno condotto l'organismo societario ad una condizione di dissesto e sui possibili processi attuati al fine di arginare la situazione di inefficienza sul medio e lungo termine dobbiamo prendere in considerazione un momento molto importante per il soggetto economico, quello esplorativo. La procedura attuata con lo scopo di analizzare i diversi fattori causali che hanno ricondotto l'entità economica ad uno squilibrio corrente.

Questa condizione iniziale rappresenta un processo di fondo attuato con lo scopo principale di un'analisi necessaria all'assunzione di qualsiasi decisione futura presa dall' organismo societario. L'assunzione e l'elaborazione di una discreta entità di dati aziendali assunti può essere di supporto al decisore aziendale a prendere in considerazione diverse azioni sulla base dei processi di analisi, rappresentati per esempio dagli investimenti in risorse aggiuntive (ridefinizione o ampliamento della struttura societaria), per cercare di ricondurre l'organismo societario ad un equilibrio economico- finanziario corrente e favorire la ripresa mediante la produzione di flussi reddituali positivi e l'acquisizione di risorse strategiche rilevanti, capaci di assicurare una miglior posizione competitiva sul mercato. Alcune ricerche che fanno parte della più ampia categoria dei processi di analisi condotti da alcuni esperti, su base empirica, hanno permesso di sottolineare un aggregato di possibili cause di inefficienza che possono spiegare ed analizzare la posizione assunta dal soggetto

economico in uno stadio di insolvenza sul medio-lungo termine che può sfociare in una condizione di crisi conclamata ed una situazione patologica di dissesto difficile da sanare. In tal senso è stato possibile delineare degli schemi o piani volti a sottolineare, assumendo una prospettiva generale standardizzata, i potenziali elementi che possono rappresentare fattori di inefficienza, rappresentati dalla seguente tabella <sup>43</sup>:

<b>FATTORI MACRO-ECONOMICI</b>
--------------------------------

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>- Carenze di capacità imprenditoriali e manageriali; - - Insufficienza degli investimenti in ricerca e sviluppo;</li><li>- Debolezza dei mercati finanziari;</li><li>- Carenze del sistema bancario e para-bancario;</li><li>- Legislazione economica troppo vincolante e troppo onerosa per le imprese;</li><li>- Instabilità politica, inefficienza della pubblica amministrazione;</li><li>- Eccessiva incisione fiscale;</li><li>- Variabilità di tassi di cambio delle monete;</li><li>- Carenza delle infrastrutture essenziali: trasporti, comunicazioni, giustizia, scuola, sanità e, non ultima, la sicurezza dei cittadini e degli imprenditori.</li></ul> |
|--|

<b>FATTORI SETTORIALI</b>
---------------------------

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>- Stagnazione e calo della domanda complessiva nel settore;</li><li>- Eccedenza cronica di capacità produttiva;</li><li>- Assenza di innovazioni tecnologiche;</li><li>- Riduzione del numero di concorrenti e al tempo stesso entrata di nuove imprese;</li><li>- Elevata età media delle risorse fisiche e umane;</li><li>- Guerra dei prezzi molto aggressiva;</li><li>- Possibili difficoltà di disinvestimento dovute alle barriere all'uscita.</li></ul> |
|--|

---

<sup>43</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

### **FATTORI SPECIFICI D'IMPRESA**

#### 1. Approccio soggettivo- comportamentista:

- Responsabilità del management;
- Responsabilità della proprietà;
- Responsabilità dei dipendenti;
- Responsabilità di sindacati, creditori e fornitori.

#### 2. Approccio oggettivo:

- Crisi di natura finanziaria e patrimoniale; - Crisi di natura economica:
- Inefficienza;
- Sovracapacità/rigida;
- Decadimento dei prodotti e da carenze o errori di marketing; - Incapacità a programmare, errori di strategia.

La manifestazione di dinamiche diverse all'interno di un soggetto economico presuppongono differenti stati di salute, che se idoneamente individuati, possono rappresentare fattori essenziali per l'organizzazione dei processi che consentiranno una gestione più completa del declino, utile per evitare la crisi societaria, oppure a decretare la situazione in cui un processo di risanamento societario non può più essere rimandato. Essi in genere si possono susseguire, rispettando una cadenza temporale che si manifesta nel corso del tempo, quale può essere:

- *Stato fisiologico*: il sistema di coerenze presenta delle normali condizioni di funzionamento e la possibile e rilevante tensione fra i rapporti di coerenza si colloca all'interno di una banda di tolleranza
- *Stato di tensione*: Abbiamo la presenza o manifestazione di differenti rapporti di coerenza che presentano una certa criticità di fondo, per far fronte alla pressione corrente si impiegano risorse necessarie in surplus che determinano un efficiente ostacolo al cambiamento. Il settore si caratterizza per un susseguirsi e mantenimento della situazione di normalità, garantita dall'effettivo accumulo.

- *Stato alterato*: In questa situazione si denota un rilevante e accentuato decremento dei fattori che rappresentano risorse necessarie al mantenimento dell'efficienza organizzativa, destinazione economica dell'impresa ed efficienza negli impianti. In questa condizione delineata, viene superata la soglia critica e si protraggono alcuni rapporti o legami di incoerenza. Da questa situazione, si passa ad un processo degenerativo con la conseguente manifestazione della diffusione dei fattori che assumo una certa criticità in tutto il complesso funzionale organizzato.
- *Stato di crisi o patologia*: Esso si differenzia da quello precedentemente illustrato per il numero rilevante di incoerenze nel processo degenerativo.

Il soggetto economico assume una condizione patologica necessaria ad essere arginata sul medio lungo periodo quando non riesce più a perseguire ed ottenere dei risultati, in ragione di un processo o condizione degenerativa corrente, che ostacola il raggiungimento di finalità essenziali ad essere conseguite per far fronte al soddisfacimento dei bisogni che stanno alla base del soggetto economico ed in linea con il core business aziendale. Lo stadio di crisi che viene arginata mediante processi attuati sulla base della sua complessità, dipende anche dalla manifestazione del processo degenerativo analizzato in termini di velocità e dal grado di irreversibilità, che a sua volta dipenderà o meno dalla sussistenza di una certa volontà interna all'organismo societario a ricreare delle condizioni idonee per un'inversione di rotta. Correlando tra loro questi elementi sarà possibile determinare crisi con differenziati livelli di gravità ed a determinare in termini qualitativi la natura dell'irreversibilità come illustrato dai due schemi, qui sotto riprodotti <sup>44</sup>:

<b>GRAVITA' DELLA CRISI</b> <i>Velocità</i> <i>Del Processo Degenerativo</i>	
<b>ALTA</b>	<b>BASSA</b>
Crisi Acute	Crisi Attenuate
Crisi Progressive	Crisi Embrionali

<sup>44</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, FrancoAngeli, 2015

La tabella qui sopra riportata definisce come da uno stadio conclamato di crisi embrionale, caratterizzata da un lento processo e da un' accentuata impossibilità di perseguire le finalità principali dell'organismo societario, sia relativamente facile passare a condizioni patologiche più gravi, rappresentati da crisi progressive, attenuate e acute delineate dalla manifestazione di un processo degenerativo veloce che pregiudica il raggiungimento degli obiettivi primari dell'organismo societario e rappresenta una situazione necessaria ad essere sanata per garantire l'operabilità dell'impresa all'interno del settore di riferimento.

<b>NATURA DELLA IRREVERSIBILITA'</b> <i>Collaborazione degli Stakeholders</i>	
<b>ALTA</b>	<b>BASSA</b>
Irreversibilità Oggettiva	Irreversibilità Assoluta
Reversibilità	Irreversibilità Soggettiva

Il secondo schema delineato, definite le variabili a cui viene attribuito un certo grado di criticità e collaborazione con i diversi portatori di interessi, oltre a delineare due condizioni estreme di irreversibilità assoluta e reversibilità, stabilisce una situazione rilevante di irreversibilità oggettiva causata fattori di inefficienza all'interno del soggetto economico, ed una condizione di irreversibilità soggettiva determinata dalla non presenza di un aiuto concreto da parte de diversi stakeholders societari. Gli stati rappresentati da un certo grado di criticità possono susseguirsi all'interno degli organismi funzionali come correnti e normali fenomeni di tensione degli equilibri societari. Essi definiscono l'esigenza di un cambiamento "rivoluzionario ", inteso come ridefinizione strutturale generale e radicale necessaria a far fronte alle disfunzioni dei normali processi attuati e formulati dall'impresa per adempiere le finalità principali in linea con il core business aziendale. Questa condizione patologica necessaria ad essere arginata sul breve termine può conseguire e presupporre un rafforzamento dell'organismo societario con la possibilità di attribuire un maggior valore che non si sarebbe potuto ottenere senza una perdita o svalutazione del valore economico aziendale rilevante. La condizione di dissesto conclamato può rappresentare un nuovo inizio per l'entità economica che mediante un processo di gestione ben formulato e seguendo determinate tempistiche, può implementare il valore del soggetto economico per mezzo di un'incrementale procedura di sviluppo attuata con la finalità principale di soddisfare al meglio i portatori di interesse riducibili all'impresa. La relazione necessaria ad essere analizzata (crisi- opportunità), rappresenta

un paradosso, poiché si stabilisce che un complesso funzionale organizzato assuma più elementi di inefficienza che ostacolano il raggiungimento di flussi reddituali positivi rilevanti e il perseguimento di finalità principali aziendali sul breve termine, piuttosto che risorse rappresentative di una ripresa corrente. I vertici dirigenziali dovranno essere in grado di sviluppare sul piano qualitativo differenti competenze interne per arginare la situazione patologica e cercare di riassumere una posizione competitiva sul mercato di riferimento acquisendo nuovi elementi strategici, oppure sviluppando le differenti risorse benefiche all'interno dell'impresa. La tendenza a ricostruire le precedenti condizioni e processi operativi attuati dalla realtà societaria, definisce che il bisogno di cambiamento derivato dalla condizione di crisi non è ben percepita dal soggetto economico. Una situazione patologica conclamata e gestita sotto il profilo dello sviluppo, stabilirà non soltanto un'implementazione o miglioramento delle competenze degli individui dell'organizzazione e l'adozione di nuove formule gestionali, ma anche l'implementazione della cooperazione tra gli individui all'interno del gruppo societario e l'acquisizione di nuove competenze mediante investimenti differenziati per singolo individuo, che garantiscono lo sviluppo di nuove opportunità o risorse sotto il profilo qualitativo, essenziali ad essere maturate per far fronte e prevenire crisi future.

La situazione patologica, maturando presuppone una condizione successiva di declino dell'intero organismo societario, derivato da ingenti perdite economiche e di redditività protratte nel corso dei differenti esercizi, che si percepisce in modo continuativo e che si ripercuote anche sui flussi finanziari. Sul piano corrente ci si trova a dover fronteggiare, decrementi di cassa, perdita di credito e di fiducia, inoltre possiamo assistere ad un decremento del capitale economico che se non ripristinato tramite processi di gestione interni potrà ledere la capacità competitiva dell'impresa nel settore in cui opera e compromettere la sopravvivenza dell'organismo societario. La crisi rappresenta la fase acuta, conclamata e visibile anche all'esterno, definisce una condizione difficile da arginare e da dover fronteggiare, senza un piano di risanamento ben formulato, inoltre queste condizioni patologiche si manifestano non perché sono inevitabili, ma perché i complessi societari non riescono a cogliere i segnali d'allarme, inoltre non riescono a limitare ed ostacolare le disfunzioni, ossia fattori di inefficienza che potrebbero essere evitati mediante processi di monitoraggio ben formulati sia internamente che all'esterno, in un contesto di operabilità del soggetto economico. Sulla base di questa prospettiva, prendendo in considerazione il pensiero aziendale generale, si può affermare che gli studi ed analisi sul Crisis Management stabiliscono che

un pensiero protratto al cambiamento rappresenta una condizione essenziale da dover sviluppare per far sì che la situazione di inefficienza relativa alla crisi non si presenti più come un fatto che si manifesta in situazioni eccezionali e marginali, ma come un fattore di arricchimento per la formulazione di un piano strategico ben strutturato e perseguibile, con la finalità principale di assicurare un cambiamento capace di far assumere al soggetto economico un certo equilibrio stabilito ante crisi. L'azione di prevenzione può essere portata avanti, mediante l'impiego di procedure di simulazione, quali possono essere *Il metodo degli scenari* e *l'analisi di vulnerabilità*, per quantificare e valutare l'impatto che ogni fattore di inefficienza può presupporre sul sistema di coerenze. Nella tabella n1, si sintetizza un approccio teorico capace di far fronte al problema della prevenzione, che viene attuato e si basa sul binomio rilevante tra "informazione- azione". Questo approccio fa perno sul fatto che per poter arginare la condizione di crisi e declino in una fase più matura, sia necessario stabilire un sistema efficace ed efficiente di monitoraggio in grado di determinare le minacce e di implementare un sistema o processo di risposte in relazione alle differenti informazioni disponibili nel corso degli esercizi futuri. Sulla base di questi elementi si derivano diversi stadi di conoscenza (sanzione di minaccia, minaccia concreta, risposta concreta e risultato concreto) , che definiscono diverse informazioni (informazioni sull'origine della minaccia identificata, sulla comprensione della natura e della gravità dell'impatto, sull'individuazione dei tempi, dei programmi e dei budget, sull'identificazione dell'impatto e delle conseguenze in termini di profitto delle risposte) e alle quelle si correlano diverse strategie rilevanti (strategia di consapevolezza, di flessibilità, di prontezza interna, di azione diretta) <sup>45</sup>.

<b>STADIO DI CONOSCENZA</b>	<b>CONTENUTO INFORMATIVO</b>	<b>STRATEGIA</b>
Sensazione di minaccia	Origine della minaccia identificata.	Strategia di consapevolezza (previsioni di vendita, di comportamento concorrenziale, previsioni tecnologiche).

<sup>45</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli,



- Minaccia concreta	Comprensione della natura della gravità dell'impatto.	Strategia di flessibilità (rafforzare le potenzialità dell'azienda per affrontare il futuro).
- Risposta concreta	Individuazione dei tempi, programmi e budget.	Strategia di prontezza interna (preparazione della struttura, risorse aziendali per affrontare la specifica minaccia).
- Risultato concreto	Identificazione dell'impatto e conseguenze in termini di profitto delle risposte.	Strategia di azione diretta (intervento preciso contro una minaccia sconosciuta).

2015

Qualsiasi procedura si intenda perseguire per arginare la condizione di inefficienza si deve assicurare alla base alla base del processo, in una fase iniziale, una conoscenza delle diverse causalità che l'hanno originata. Inoltre per determinare il valore del capitale economico e quindi l'entità di valore dall'organismo societario, potranno essere utilizzati differenti metodi quali possono essere:

- Metodi reddituali, metodi sui multipli di mercato, finanziari ed altri metodi.

La stima del capitale economico è importante per la determinazione del valore originato dall'organismo societario in una fase post crisi, di fatto il metodo reddituale presuppone che il valore economico del capitale sia funzionale alla potenzialità del reddito espresso negli esercizi futuri. Maggiori saranno i flussi reddituali e più incrementale sarà il valore del soggetto economico sul mercato di riferimento. Il presupposto è rappresentato da una crescita reddituale prospettica, inoltre questo metodo non considera il complesso funzionale come singoli beni, ma come un vero e proprio investimento capace di favorire il raggiungimento di risultati promettenti futuri sul medio e lungo termine. La stima del capitale economico può avvenire, prendendo in considerazione la funzione di rendita perpetua, prendendo in considerazione:

- Un orizzonte temporale relativamente perpetuo, assumendo una visione di lungo termine; -  
Flussi protratti a perseguire un certo margine produttivo sul lungo periodo.

La relazione potrà così essere rappresentata:  $W = R/i$

Il metodo reddituale consente di stimare il valore del capitale economico mediante un'altra formula che viene utilizzata in presenza di risultati disomogenei, relativi alla fase iniziale di crescita dell'organismo societario. Questa formula consentirà di determinare il valore dell'impresa attraverso una stima puntuale del reddito nei diversi esercizi fino all'anno "N", sommando in modo addizionale il valore dell'impresa al termine dell'esercizio "N".

La relazione potrà così essere rappresentata:  $W = R_t(1+t)^n + W_n (1+n)$  dove  $t=n$  e  $t=1$ .

Il metodo dei multipli di mercato consente di determinare il valore dell'impresa attraverso i prezzi negoziati in mercati comuni. Il prezzo negoziato dovrà essere rapportato con differenti grandezze aziendali, per esempio il reddito (es: REDDIT= 10; P/E= 5; MULTIPLIO= 2) così facendo si potrà determinare un multiplo di mercato utile a definire il valore economico del complesso societario corrente. Possiamo assumere che a differenza di altri metodi, questo presuppone una visione semplicistica, poiché non tiene conto di altri fattori rilevanti necessari a quantificare la redditività aziendale. Il referente concettuale relativo al metodo dei multipli di mercato viene utilizzato soprattutto in mercati estesi, quali per esempio i mercati anglosassoni, inoltre possiamo stabilire che tale modello utilizza i multipli di mercato come parametri di controllo. Possiamo definire due differenti schemi o modelli alla base di questo referente concettuale, utili per definire il valore economico dell'organismo societario, i quali possono essere (Equity Side; Asset Side).

L'approccio "Equity Side", presuppone che il valore economico dell'impresa venga stabilito sulla base della seguente relazione :  $W = \text{Utile Netto (azienda)} \times P/E \text{ mercato}$  <sup>46</sup>.

*Esempio esplicativo:*

- Capitale Investito (Tot Attività) = 3000 ; PFN = 2200
- Ricavi: 5000
- Acquisti: 2000
- Ammortamento: 100

---

<sup>46</sup> Moreno Mancin, *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali – Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, G. Giappichelli Editore

- Imposte: 150
- Interessi passivi: 200
- Utile Netto: 2550

Si stima che il multiplo di mercato comune sia :  $P/E = 6$   $W$

$$= \text{Utile netto ( azienda )} \times (P/E) = 2550 \times 6 = 15300$$

L'approccio invece "Asset Side" consente di determinare il valore del complesso funzionale organizzato sulla base della seguente relazione :  $W = \text{Ebit} \times \text{Ev/Ebit} - D$  *Esempio esplicativo:*

- Capitale Investito ( Tot Attività ) = 3000 ;    PFN = 2200
- Ricavi: 5000
- Acquisti: 2000
- Ammortamento: 100
- Imposte: 150
- Interessi Passivi: 200
- Utile Netto: 2550

Si stima che il multiplo di mercato comune sia:  $Ev/ Ebit : 10$

$$\text{Ebit} = 5000 - 3000$$

$$W = 3000 \times 10 - 2200 = 27800$$

Spesso nelle disquisizioni sulle crisi di impresa si alternano due referenti concettuali differenti: quella che da un lato attribuisce le inefficienze sistemiche ad una cattiva gestione di fondo del complesso funzionale organizzato, ad errori inerenti alla strategia applicata dal punto di vista operativo, all'incapacità dell'imprenditore individuale o più in generale ai vertici dirigenziali. Mentre molte volte le differenti disfunzioni legate alle più diverse aree gestionali si riconducono a fattori esterni alla realtà imprenditoriale, come possono essere: l'alto costo del lavoro, il sistema impositivo e così via. Sulla base di questi fattori però possiamo sostenere che una crisi conclamata e quindi una condizione patologica protratta nel tempo non possa essere causata e derivata da questi fattori, che presuppongono una certa condizione necessaria ad essere arginata. Il pensiero economico generale

sostiene che queste causalità negative contribuiscano all'origine di una condizione di squilibrio all'interno del settore in cui si opera ed alla realtà d'impresa stessa, ma debbano essere riconducibili per lo più ad una certa inadeguatezza degli individui o risorse imprenditoriali e manageriali, in relazione alla complessità e criticità relativa alla governance societaria. Inoltre rappresenta una condizione necessaria da prendere in considerazione, sulla base delle differenti causalità esogene, la configurazione dell'impresa circa il positioning e l'assetto strategico portante iniziale, in relazione alla situazione di equilibrio iniziale. Ossia sulla base di organismi societari che poggiano il loro successo su basi iniziali fragili, destinate prima o poi ad un tracollo generale, oppure che siano consolidate e ben avviate e quindi presentino delle risorse strategiche interne che assicurino una certa posizione duratura e competitiva all'interno del mercato di riferimento. La condizione di instabilità rappresenta un sintomo che nella maggioranza dei casi può configurarsi in diverso modo all'interno delle differenti entità societarie e rende necessario l'attuazione o formulazione di un processo capace di stabilire un risanamento e un rilancio della compagine societaria. Alla luce di queste considerazioni è possibile affermare che il *turnaround* rappresenta una dimensione connaturata nei processi di crescita delle piccole e medie imprese, essendo in genere più vulnerabili di quelle di più ampie dimensioni, devono essere coscienti della necessità di recepire per tempo ogni segnale premonitore di un processo degenerativo ed realizzare tempestivamente il cambiamento, più o meno radicale, che deve essere protratta per ristabilire la condizione di equilibrio economico-finanziario che è venuto meno. Le disfunzioni sistemiche arginate mediante l'attuazione di concreti interventi interni, di un piano procedurale ben attuato sulla base del quale viene formulato il processo di Turnaround, stabiliscono che le inefficienze non dipendono da causalità residuali e arginate ma dalla loro correlazione. Nelle PMI il fenomeno delineato è particolarmente rilevante per le dimensioni ridotte, inoltre non è scontato che le competenze, la dimensione strutturali, ed i processi protratti nel corso degli esercizi siano preliminari, strumentali alla corrente instabilità economica e finanziaria in cui verte l'entità economica. Focalizzando l'attenzione sulle procedure delineate riconducibili alla sfera amministrativa, gestionale e di controllo, sul piano corrente si può riscontrare una certa inadeguatezza circa i differenti sistemi informativi, amministrativi necessari a decretare, distinguere ed analizzare situazioni di dissesto relativamente alle PMI. Spesso ci si trova a dover fronteggiare casi in cui i vertici dirigenziali, non disponendo di risorse informative idonee a supportare inter decisionali che presuppongono una certa criticità di fondo, perdono il controllo delle procedure tecniche ed operative aziendali e non

sono nella situazione di farvi fronte, mediante una conoscenza e consapevolezza economica di fondo per ripristinare la condizione di equilibrio determinante a perseguire sul medio e lungo termine gli obiettivi in linea con il core business societario. L'inadeguatezza del processo informativo amministrativo è dovuto soprattutto ai modi di rilevazione e circolazione del flusso informativo all'interno della compagine societaria, che spesso non è idonea e coerente con il fabbisogno stimato relativamente alle informazioni necessarie, in relazione all'aumento delle dimensioni del complesso funzionale organizzato e sulla base della complessità gestionale di fondo promossa all'interno dell'entità economica. Le principali e più rilevanti disomogeneità relative al sistema di programmazione e controllo molto importante, per perseguire un'analisi dei fattori di inefficienza societari e per indirizzare e formulare un piano di risanamento aziendale verso risultati significativi che consentono all'entità economica di realizzare sul breve termine un flusso reddituale positivo capace di ristabilire un concreto equilibrio all'interno dell'entità economica, sono riconducibili alle seguenti causalità<sup>47</sup> :

- Errori connessi ad inefficienze nelle interdipendenze tra caratteristiche del sistema di misurazione economica e criticità strutturale dell'organismo societario e dei suoi legami con l'ambiente. In particolare:
- Insufficiente grado di articolazione del sistema in relazione alla criticità del processo di gestione, così facendo che sia impossibile disporre delle informazioni rilevanti. Oppure, implementazione del grado di articolazione, e quindi un decremento nella selettività, per cui esse non siano delineabili in modo facile.
- Articolazione del sistema scarsamente orientata alle *aree di risultato* in modo da non poter giudicare la convenienza delle diverse linee di prodotto e, quindi, impostare correttamente una politica di prezzi e volumi di produzione o valutare con prontezza l'opportunità di un disinvestimento;
- *Responsabilizzazione formale e rigidità procedurale* non idonee con le numerosità e l'articolazione delle differenti aree di responsabilità.

---

<sup>47</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

- Inefficienze sistemiche derivanti da errori nei legami tra le peculiarità del sistema di programmazione e controllo, relativamente alla discontinuità dell'organismo societario e dell'ambiente esterno all'impresa in cui esse operano. Molto spesso l'errore di impiegare in situazioni di crescente dinamismo e discontinuità meccanismi o strumenti adatti in ambienti stazionari, con una certa limitata prontezza, orientati al passato, molto rigidi con uno stile di controllo stretto.

Si rende necessario durante la ridefinizione di una procedura perseguita con la finalità principale di assicurare un risultato esponenziale sul medio lungo periodo per l'impresa, il positivo apporto che può decretare ad un soggetto economico quale può essere un imprenditore individuale, la convenienza nell'esistenza di un processo di misurazione economica capace di supportare l'attività di programmazione e controllo che permetta:

- In una fase iniziale come quella di programmazione, di analizzare l'ambiente esterno in cui opera la realtà economica, definendo e differenziando in modo efficace ed efficiente gli obiettivi principali e secondari di medio e lungo termine, in linea con il processo di risanamento societario e con i fattori previsionali relativi alle differenze consistenti che intercorrono tra le variabili interne ed esterne.
- In una fase successiva, come quella operativa, se le differenti variabili sottoposte ad analisi e controllo continuano a manifestare equi valori, ed in caso contrario stanziare piani di intervento mirati e finalizzati ad assicurare azioni che agevolino e favoriscano revisioni mirate alla base e modificazioni correnti.

La strutturazione di un piano e la formulazione di una procedura di risanamento aziendale mirato stabilito sulla base di un efficace ed efficiente sistema di programmazione e controllo, presuppone un fattore chiave essenziale ad assicurare un certo grado di successo al processo di risanamento attuato. Durante la procedura di turnaround è fondamentale correlare l'urgenza dei provvedimenti stabiliti ed attuati per arginare i differenti sintomi che attribuiscono un decremento di valore economico e finanziario all'impresa, con la continuità sul piano corrente circa, gli impegni assunti con i differenti portatori di interesse, con l'immediata necessità di cambiamento radicale necessario ad ristabilire un corretto equilibrio all'interno dell'entità economica e permettere un miglior ricollocamento sul mercato di riferimento capace di attribuire un maggior vantaggio competitivo all'impresa. I *sistemi informativi amministrativi* e i

processi *di programmazione e controllo* assumono dunque il ruolo di supporto, sia per il monitoraggio delle situazioni di inefficienza e crisi conclamata, sia per una razionalizzazione e miglioramento della struttura del piano strategico di risanamento e per il coordinamento in modo corretto di un iter di controllo durante il suo svolgimento.

### **2.2.3 – La formulazione del piano di risanamento**

Le scelte strategiche operate dall'organismo societario vengono stabilite e messe appunto in relazione al campo di applicazione e al raggio di azione dell'impresa, alle dimensioni assunte ed ai differenti settori operativi nei quali il soggetto economico assume una posizione centrale. Nel determinare una procedura strategica capace di attribuire un certo maggior valore all'impresa e che sia in grado di penetrare il mercato in modo efficiente, dobbiamo effettuare una descrizione delle scelte protratte nel corso degli esercizi, per poter definire cambiamenti espliciti e significativi rispetto al passato. Si tratta in assunto di una derivazione delle differenti intenzioni strategiche che vengono integrate nel prospetto o documento di piano strategico, circa gli obiettivi o finalità che si intendono perseguire sul medio-lungo termine (risanarsi, svilupparsi, creare valore ecc.). Nello specifico si rende necessario sottolineare le leve operative che si intendono mettere appunto per il raggiungimento di un certo target. Nella determinazione delle differenti intenzioni strategiche di riferimento, si cercherà di stabilire le scelte più idonee da operare sulla base dell'area strategica di affari, il posizionamento del soggetto economico lungo la value chain generale, la determinazione e configurazione, strutturazione di un business model sottolineando i principali punti di forza, capaci di attribuire un certo grado di unicità e che potrebbero favorire un'implementazione del valore economico, così facendo da rendere più competitiva l'impresa sul mercato operativo. Inoltre sarà doveroso prendere in considerazione elementi pecuniali capaci di distinguere la realtà aziendale da altri complessi funzionali, quali possono essere: le aree prospettiche ed attuali in cui operare e mettere in campo sul piano corrente le azioni strategiche definite e prestabilite dal piano. La definizione di un target di clientela attuale e potenziale, un portafoglio prodotti/ servizi / brand con cui si cercherà di soddisfare le necessità rilevanti dei segmenti di clientela più promettente sulla base di flussi reddituali precedentemente assunti. Nel caso di un prospetto di risanamento, occorre che le differenti procedure strategiche presentino una certa discontinuità in relazione agli elementi di inefficienza che hanno contribuito ad indirizzare l'impresa verso una condizione di crisi conclamata necessaria ad essere arginata. Nella maggior parte dei casi, queste scelte che non dovrebbero essere prese in considerazione solo sulla base di interventi volti ad una ridefinizione

dell'assetto finanziario, ma dovrebbero rappresentare un'azione perseguita anche dal punto di vista operativo, relativamente all'assetto produttivo, inerente alla sfera commerciale e competitiva. Deve essere percepita ed operata una vera e propria trasformazione relativamente all'ambito operativo che presuppone la ridefinizione di una pluralità di interventi opportunamente stabiliti, capaci di perseguire una vera e propria "inversione di rotta" sul piano corrente.

Sarà di fondamentale importanza in secondo luogo definire e rappresentare le dinamiche che più contraddistinguono il settore, con la derivazione della situazione competitiva della frazione del mercato in cui opera l'impresa, l'andamento della domanda relativa ai mercati dei principali prodotti e servizi dell'impresa ed il conseguente prezzo di riferimento. Questo prezzo di riferimento opportunamente definito per quanto riguarda i beni e servizi offerti da parte dell'impresa dovrà essere coerente con le finalità ed obiettivi perseguiti per mezzo dei processi attuati sulla base di politiche strategiche ben formulate, rendendo note ed esplicitando le fonti e flussi informativi presi in considerazione per l'analisi del settore di riferimento in cui opera la realtà societaria relativamente all'ambiente competitivo esterno. Queste scelte vengono perseguite e messe in atto prendendo come punto di riferimento cardine, l'orizzonte temporale del piano che non dovrà essere perpetuo o illimitato, in quanto la pianificazione di programmi o piani economici e finanziari possono essere efficienti ed attuabili se sono riconducibili a periodi contenuti, ossia vengono definiti prendendo in considerazione una frazione temporale limitata. Nelle situazioni patologiche che contraddistinguono la realtà societaria sarà fondamentale stabilire un piano per un arco temporale limitato, che non sia quindi indefinibile così facendo si potranno derivare i flussi finanziari efficaci a ripristinare e colmare il debito dei finanziatori. Ristabilendo la condizione di equilibrio iniziale tra il totale delle attività o capitale investito e la posizione finanziaria netta assunta, ossia ristabilire una condizione edenica tra attività di breve termine con gli impegni di breve periodo e le diverse attività di lungo periodo con le passività consolidate. Il piano definito potrà prendere in considerazione un orizzonte temporale, superiore ai 5 anni ma in questo caso sarà opportuno motivare in modo adeguato e sarà necessario prestare particolare attenzione alle stime ed ipotesi previsionali precedentemente impiegate poiché rappresentano valori incerti. Le finalità protrate nel corso dei differenti esercizi, con l'obiettivo di assumere una posizione rilevante all'interno del settore operativo, devono essere compatibili sotto il profilo legislativo, giuridico e normativo. Dal punto di vista degli interventi promossi, l'Action Plan dovrà stabilire ed esplicitare le rilevanti direttive



tramite le quali poter attuare il piano strategico di sviluppo, esso dovrà prendere in considerazione per una concreta attuazione del piano promosso<sup>48</sup>:

- Le finalità che consentiranno l'attuazione degli obiettivi legati alla strategia aziendale, in linea con il core business imprenditoriale, determinando la reazione e l'impatto sotto il profilo economico-finanziario, i tempi stimati per l'implementazione dell'attività operata dal complesso funzionale organizzato. Tra queste procedure vengono ricondotte anche quelle che consentono di superare i fattori di inefficienza interna che hanno contribuito a condurre il soggetto economico verso una condizione di crisi conclamata. Queste finalità assunte devono ricondurre la realtà economica ad un focus concreto protratto con l'intento di scegliere le strategie più convenienti da attuare, per contro, ad una dismissione di quelle che non rappresentano una condizione vantaggiosa sotto il profilo reddituale.
- La descrizione dei principali investimenti che saranno effettuati, i quali in una situazione di crisi societaria saranno limitati, sottolineando la tipologia, l'ammontare impiegato, gli anni di riferimento e le relative voci dello stato patrimoniale che andranno a influenzare.
- L'impatto relativo alla sfera organizzativa, circa le singole procedure attuate sulla base del Business model strutturato, struttura manageriale, organico relativo all'impresa, procedure attuate, aree geografiche da coprire struttura commerciale e canali di distribuzione delineati.
- Processi mirati di intervento sulle differenti categorie di prodotto, servizi e brand offerti.
- Le differenti azioni attraverso le quali si realizza e si cerca di ottenere un mutamento corrente attuale delle condizioni assunte, vincoli che possono influenzare la realizzabilità dei processi dal punto di vista operativo. Nel concreto, si definisce che le scelte strategiche attuate nel corso degli esercizi devono essere realizzate e perseguite sotto il profilo procedurale, definendo per ogni azione delineata gli

---

<sup>48</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

investimenti attuabili, i tempi che intercorrono, le differenti condizioni e vincoli, l'impatto economico- finanziario, ecc. *"The Action Plan will assume different characteristics and in-depth analyzes in relation to the strategy outlined that is pursued. Secondly, it is defined that the Action Plan must be concretely implemented, it must be feasible in the medium long term, this presupposes that there is a certain compatibility with the defined and programmed processes with a welldefined time horizon and resources (human, organizational, technological, financial) made available to the functional complex organized to pursue the objectives in line with the core corporate business "*<sup>49</sup>. Quindi sarà necessario che:

- Il prospetto previsionale che si sostanzia in un piano operativo, presenti una certa fattibilità sotto il profilo finanziario, cioè si riesca a far fronte agli impegni di breve e lungo periodo, ossia sia in grado di colmare le disfunzioni rilevanti sul piano dei finanziamenti necessari ad essere gestiti per far fronte agli impegni interni ed esterni assunti.
- L'assetto dimensionale e l'assetto organizzativo siano coerenti ed idonei con i piani o programmi definiti per l'implementazione delle procedure strategiche delineate.
- Le differenti previsioni elaborate e stimate inerenti ai costi e investimenti siano più realistiche possibili.
- Bisogna inoltre tener conto degli elementi essenziali, che rappresentano componenti rilevanti per il processo di gestione ordinaria e straordinaria, che non si possono trascurare.
- In sintesi possiamo sostenere che il prospetto relativo all'Action Plan, debba essere strutturato e definito nel seguente modo:
  - Azioni, tempistiche, responsabili;
  - L'approccio economico finanziario delle azioni e il proprio impatto;
  - I differenti investimenti e modalità di finanziamento;
  - L'impatto circa la sfera organizzativa;

---

<sup>49</sup> Enrique R. Arzac, Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring, 2013

- Le condizioni e vincoli dell'implementazione.

Per definire le migliori scelte strategiche efficaci ed efficienti da attuare, sulla base di un piano precedentemente definito e strutturato, rappresenta una condizione fondamentale saper effettuare e delineare "il controllo della liquidità nelle strategie aziendali e nelle situazioni di crisi", in questa prospettiva una delle azioni più rilevanti concerne la stabilizzazione della cassa<sup>50</sup>.

### *Gestione del Capitale Circolante*

Agire sul capitale circolante significa mobilitare le principali leve relative al processo di gestione aziendale, ossia:

- *Clienti*: Nelle realtà aziendali che presentano una situazione patologica conclamata, la qualità degli elementi che rappresentano fonti di credito, difficilmente viene rappresentata o si rispecchia in ugual modo nel prospetto di bilancio, sarà necessario quindi definire e ponderare il tasso di insolvenza cronica (da imputare come percentuale nel prospetto o piano stabilito). L'orizzonte temporale relativo ai clienti, rappresenta un parametro necessario ad essere analizzato con cura, con la finalità prossima di perseguire i differenti riflessi in relazione alle previsioni assunte di cassa.
- *Fornitori*: Questo parametro va analizzato sulla base di una concreta possibilità di ridefinizione dello scadenziario inerente alle voci di debito o impegni assunti precedentemente. La rilevazione dei fornitori più rilevanti sui quali poter contare e preservare il rapporto fiduciario, sconta lo stralcio dei debiti. I differenti fornitori pretenderanno un pagamento a vista, così facendo da ridefinire tempi più lunghi solo quando l'impresa avrà riottenuto un certo grado di credibilità sul mercato di riferimento. Il piano delineato dovrà essere puntuale, circa i tempi e le modalità differenti di pagamento "giorni fornitori", che molto spesso non vengono ponderati in modo accurato e preciso, risultando sovrastimati.

### *Gestione del magazzino:*

---

<sup>50</sup> C. Brugnoli, *Concezione sistemica dell'impresa e scelte aziendali*, Egea, 2016

Il monitoraggio delle giacenze reali di magazzino influenza il costo corrente e reale del venduto. Il piano delineato dovrà definire e stimare i margini che presuppongono un decremento sul magazzino in relazione ai benefici stabiliti per quanto riguarda il circolante. I piani non sempre definiscono i mutamenti circa le consistenze principali di magazzino e sui presidi concreti.

#### *Analisi di redditività e profittabilità dei clienti*

Qualsiasi prospetto viene definito facendo perno sull'implementazione e la sostenibilità per quanto riguarda lo sviluppo nel tempo del fatturato, la relativa analisi condotta dei ricavi è sempre effettuata nel dettaglio, sulla base dei prodotti offerti e clientela, canali di distribuzione efficaci ed efficienti. Per quanto riguarda lo sviluppo del fatturato nel tempo va presa in considerazione la profittabilità della clientela in relazione alle differenti valutazioni economiche operate, finanziarie e strategiche di fondo, soprattutto se la capacità di supportare il circolante viene sottoposta a restrizioni ed è limitata. L'analisi prospettica per quanto riguarda l'implementazione o sviluppo del fatturato dovranno essere prudentziali e ben definite. Questo non vuol significare, tuttavia, che i prospetti imprenditoriali dovranno essere conservativi: molto spesso le realtà societarie afflitte da una condizione patologica più o meno grave perdono frazioni rilevanti del proprio fatturato. Nelle situazioni in cui lo squilibrio finanziario abbia contribuito ed incentivato i disservizi, compromettendo un certo tipo di rapporto fiduciario con la clientela, un avvio della procedura di ristrutturazione potrebbe in tempi brevi, sanare i differenti elementi di inefficienza e ristabilire sul piano corrente un clima fiduciario consolidato per quanto riguarda i legami intercorsi con la clientela. Così facendo da poter implementare sul medio-lungo termine il raggio d'azione imprenditoriale per ampliare il pacchetto clienti e soddisfare al meglio il destinatario dei prodotti e servizi offerti in modo esponenziale.

#### *Miglioramento dei margini industriali*

L'intervento concreto operato dovrà avvenire in termini di monitoraggio dei costi variabili e fissi. Altre azioni di intervento concreto riguarderanno la composizione e strutturazione delle procedure di produzione o vendita e migliori situazioni di acquisto.

### *Ottimizzazioni di efficienza*

Una condizione di efficienza viene ristabilita, oltre che con una migliore ridefinizione dei costi e razionalizzazione, mediante un'implementazione dei processi attuati per l'offerta dei beni e servizi in linea con il core business societario. Sul breve periodo è più facile protrarre azioni mirate di intervento per quanto concerne la riduzione dei costi anziché su procedure di recupero relative ai processi produttivi.

### *Analisi della struttura organizzativa*

Il piano di ristrutturazione può prevedere anche il ricorso ad operazioni influenti anche in modo rilevante sugli organici, quali la cassa integrazione e il decremento dell'organico come un possibile strumento e fonte di risparmio. L'analisi condotta può riguardare sia il personale di produzione relativamente ad un costo variabile e diretto, sia l'organico di struttura, che influenza una parte dei costi fissi di governance aziendale.

### *Verifica degli altri ratios economico/gestionali anche con riferimento a competitors*

Le differenti procedure di ristrutturazione devono prendere in causa anche l'analisi dei concorrenti sulla base di indici di bilancio e dei risultati operativi. Il confronto operato con i competitors presuppone di prendere in considerazione le cause della crisi, ma serve anche per confermare la marginalità industriale e la possibilità di rimanere, dal punto di vista competitivo operativi

### *Analisi delle ipotesi di cost savings e grado di realizzabilità.*

Il coordinamento del fattore di costo e la sua razionalizzazione richiede una certa negoziazione interna ed esterna, nello specifico per il personale. Nel prospetto definito vengono stabiliti sulla base di una concreta realizzabilità, differenziando gli interventi realizzati ed in corso da realizzare. Un orientamento strategico rilevante, come appena quello descritto che mobilita flussi di cassa correnti, può presupporre importanti benefici dovrà definire le basi di fondo per il ripristino di un certo grado di valore sul medio/ lungo termine, non solo quindi nella concezione di una ripresa corrente. Rilevante è la stabilizzazione sul piano operativo e procedurale contemporaneamente con

i differenti processi di sviluppo. Nel prospetto di ristrutturazione stragiudiziale, vengono integrate ipotesi definite sul piano strategico con una prospettiva piuttosto ampia, mentre nel prospetto giudiziale il bisogno di un riscontro concreto delle differenti azioni o processi finisce per favorire l'orientamento al breve periodo. I quali possono essere:

- *Interventi sul prodotto:*

Le differenti procedure attuate sui prodotti/servizi offerti alla clientela per ridefinire il processo strategico, presuppongono un certo impegno nei processi di ricerca e sviluppo, per quanto riguarda l'innovazione, il marketing o l'area commerciale.

- *Integrazioni ed alleanze strategiche:*

La procedura attuata con il fine di ristabilire un clima di fiducia all'interno della realtà aziendale, e protratta nel corso degli esercizi con l'obiettivo di correlare all'impresa obiettivi che attribuisco un maggior valore aggiunto crescente capace di ottenere un miglior vantaggio competitivo sul mercato di riferimento. L'incremento del maggior valore permette al soggetto economico di essere promettente per investitori terzi, un certo ritorno al valore presuppone anche alleanze/partnership con nuove realtà e finalità, per definire un aumento di valore sotto il profilo dimensionale e competitivo, attuare processi sinergici significative differenti.

- *Efficienza nei processi:*

La ridefinizione delle procedure inizia da una scomposizione relativamente alla catena del valore propria del business model. Il processo di analisi è semplificato mediante l'acquisizione di strumenti rilevanti come l'Activity based costing.

- *Investimenti nei sistemi e nella capacità produttiva:*

Ono influenzati dall'impiego di fonti di finanziamento, ma anche dalla possibilità che i differenti investimenti programmati sul medio-lungo termine presuppongono una saturazione degli impianti. Nell'Action Plan è doveroso delineare in prima approssimazione le stime relative ai key value driver ed i diversi dati previsionali essenziali, ossia le modalità e gli interventi ottimizzati mediante i quali presupponendo e delineando i processi strategici e del piano di risanamento, l'organismo societario definisca in base ad una razionalizzazione e sulla base di un procedimento protratto ragionato, le finalità analizzate sotto il profilo quantitativo che intende perseguire negli esercizi futuri in cui l'impresa opererà all'interno

del mercato. In assunto, un prospetto industriale deve delineare le ipotesi (in tema si veda anche la “Guida al piano industriale” redatta dalla Borsa Italia):

- di base rappresentative i diversi elementi macroeconomici di sistema (tasso di inflazione, tassi di cambio);
- alla base dello sviluppo dei ricavi;
- alla base di costi diretti;
- alla base di costi indirette (spese generali, ammortamenti, personale amministrativo, costi di comunicazione), degli oneri finanziari e della fiscalità;
- alla base dell’evoluzione del capitale investito, sia fisso sia circolante;
- alla dell’evoluzione della struttura finanziaria e della copertura dell’eventuale fabbisogno finanziario generato dalla concretizzazione dell’*Action Plan*.

La strutturazione del prospetto di risanamento e l’espressione delle ipotesi definisce uno degli step fondamentali per derivazione di un iter di predisposizione dei dati previsionali esplicitati in termini economico-finanziari. Queste entità numeriche assumono pieno significato solo se vengono definiti meticolosamente i presupposti di fondo e se le assunzioni stabilite sono verificate. Le scelte operative devono, quindi, riflettersi nelle finalità stabilite preventivate e queste devono trovare riscontro nell’andamento dei dati prospettici. Le assunzioni che vengono presentate nel prospetto relativamente al piano di risanamento prestabilito devono essere semplicistiche, cioè consentire di appurare come dalle scelte operative stabilite sotto il profilo strategico ed in linea con il core business societario, dalle azioni realizzative pianificate si giunge ad ottenere delle previsioni quantitative.

In secondo luogo dovrà essere presa in causa anche la parte quantitativa del Piano industriale, quella che illustra l’elaborazione sintetica delle proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie, circa l’arco temporale del piano, necessarie per indicare i risultati dello stesso e confermarne la fattibilità In sintesi. La ridefinizione delle proiezioni parte da una stima delle singole entità di costo, da esplicitare in modo corretto e accurato, per poi in via secondaria quantificare le voci di conto relative ai proventi previste con un approccio teorico ed operativo prudenziale, dimostrabile ed oggettivo, quindi individuare il punto di pareggio e di equilibrio finanziario.

Sul piano operativo circa la reale attuazione del prospetto di risanamento societario, mediante l'impiego di prospetti di conto esplicitati sotto il profilo quantitativo, occorre stabilire l'andamento delle singole voci del bilancio in funzione delle scelte assunte strategiche, finalità, presupposti e stime stabilite, predisponendo il conto economico previsionale, lo stato patrimoniale ed il prospetto del fabbisogno di cassa per il periodo del Piano. In seguito, dopo aver elaborato le proiezioni economiche, finanziarie e patrimoniali si effettua la loro riclassificazione, utile per effettuare la loro analisi (ad esempio, tramite indici di struttura, di solidità, di liquidità, di flusso, ecc.). Le stime degli elementi quantitativi del conto economico, dello stato patrimoniale e dello schema dei flussi di cassa previsionali possono essere effettuate su base mensile, trimestrale, semestrale o annuale, in base alle necessità di un controllo continuo dei flussi di cassa. In alternativa, è possibile prevedere taluni "milestones" cioè finalità parziali e intermedi da perseguire nell'arco temporale in cui il piano verrà ottimizzato, in modo da facilitare la messa appunto ed il controllo dello stesso. Nella definizione del prospetto di risanamento aziendale è necessario che venga stabilita una certa uniformità, da un lato nella riclassificazione dei dati previsionali che deve essere simile a quella adoperata per gli elementi storici, e dall'altro nell'utilizzazione dei medesimi principi contabili impiegati per la strutturazione dei bilanci (distinzioni significative nei principi contabili impiegati dovranno essere adeguatamente delineate nella parte descrittiva).

Tale referente concettuale dovrebbe includere i seguenti elementi<sup>51</sup>:

- Modello economico;
- Ipotesi alla base delle previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie;
- Dati previsionali a confronto con i dati storici;
- Le direttrici di analisi dei risultati gestionali; - Andamento dei *key value driver*.

Si definisce che la crescita di adeguate analisi di sensitività dovranno poi essere implementate dal professionista incaricato di attestare il Piano.

#### *Analisi di sensitività*

Molto spesso quantomeno per le imprese più strutturate che stabiliscono e propongono degli iter di risanamento o di ristrutturazione aziendale, sotto il profilo della riorganizzazione dei processi

---

<sup>51</sup> C. Brugnoli, *Concezione sistemica dell'impresa e scelte aziendali*, Egea, 2016



produttivi ed organizzativi – il prospetto si chiude con una valutazione della sensitività rispetto alle determinanti variabili quantitative e qualitative, che possono gravare in modo sostanziale sui risultati potenziali, delineando situazioni diverse a cui dovrebbero essere riferiti tassi di probabilità. Prendendo in considerazione ed assumendo che le proiezioni stabilite nei piani sono di norma correlate a situazioni più verosimili, la stima della sensitività dovrebbe essere decretata rispetto a situazioni più ottimistici e più pessimistici, palesando l'effetto sui principali elementi, dati economici, patrimoniali e finanziari. Nello specifico dovrebbero essere stabilite le variabili chiave (competitive e gestionali) che esercitano maggiormente un effetto sul piano di risanamento, valutando quindi gli effetti che eventuali modifiche delle stesse presuppongono sui risultati dello stesso. La stima potrebbe riguardare il tasso di crescita dei volumi, dei prezzi, l'incidenza dei costi, il grado di esternalizzazione dei servizi, un allungamento dei tempi di sviluppo delle ipotesi delineate, ecc.

Le simulazioni dovranno essere supportate da ipotesi dettagliate e giustificabili e i risultati dovranno essere comparati ed esplicitati in termini di parametri e indici utilizzati.

Tale modello concettuale include i seguenti elementi:

- Analisi di sensitività;
- Aspetti critici da evidenziare.

#### *In sintesi: requisiti del piano*

In conclusione, una volta strutturato il Piano di risanamento societario, va sottolineato che lo stesso dovrebbe presentare i seguenti requisiti minimi:

- Sostenibilità finanziaria: in relazione alla quantità e qualità delle risorse di finanziamento che si intende utilizzare per fronteggiare i fabbisogni correlati alle strategie. A tal fine, durante l'arco temporale del Piano sarebbe opportuno che i *cash flow* coprissero almeno gli assorbimenti del capitale circolante e degli investimenti netti di sostituzione / mantenimento, mentre il ricorso ad ulteriore capitale di debito e/o di rischio dovrebbe avvenire per fronteggiare parzialmente o totalmente gli investimenti finalizzati alla crescita. Da non trascurare la reperibilità delle fonti di finanziamento, in quanto deve trattarsi di scelte di

finanziamento fattibili alla luce della capacità di indebitamento e del potenziale profilo di rischio della società;

- Coerenza: tale requisito è relativo ad una dimensione interna del piano e si manifesta laddove tutte le componenti – strategia realizzata e realtà aziendale di partenza, intenzioni strategiche, *Action Plan*, ipotesi e previsioni economiche finanziarie – siano tra loro coerenti. Le scelte strategiche devono, quindi, riflettersi nelle azioni realizzative preventivate e queste ultime devono trovare riscontro nell’andamento dei dati prospettici. Pertanto, un piano industriale può definirsi coerente se esistono i nessi causali tra le intenzioni strategiche, l’*Action Plan*, le ipotesi poste a fondamento delle proiezioni economico-finanziarie e i dati finanziari;
- Attendibilità: il piano va formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e se riporta risultati attesi ragionevolmente conseguibili. Ciò implica che i contenuti del Piano devono risultare:
  - Realistici rispetto alle dinamiche competitive del settore di riferimento (domanda, tendenze in atto, comportamento dei *competitors*, struttura, contesto normativo, tecnologico, ambientale e sociale);
  - Confrontabili con i risultati storici, l’analisi del Piano deve necessariamente fondarsi anche sul confronto tra performance storiche e risultati del Piano: tanto più i risultati prospettici differiscono da quelli passati e quanto più sono ambiziosi gli obiettivi di Piano, tanto più sarà necessario proporre elementi a sostegno della loro credibilità;
  - Visibilità dei dati previsionali: cioè la maggior probabilità che le proiezioni hanno di manifestarsi realmente.

## **CAPITOLO 3**

### **3.2. INTERVENTI DI RISANAMENTO AZIENDALE**

#### **3.2.1. Gli interventi attuabili per il risanamento**

Nei precedenti capitoli abbiamo analizzato lo stato di crisi iniziale, che viene percepito e delineato da diverse inefficienze sistemiche necessarie ad essere argine per far fronte alla condizione patologica di dissesto, per poter riacquisire all'interno del mercato un certo vantaggio competitivo capace di generare flussi reddituali utili per l'impresa. Alla luce dei precedenti referenti concettuali che hanno posto il proprietario dell'impresa o soggetto imprenditore al centro dei processi, flussi informativi e diretto beneficiario delle consistenze attive e passive del complesso funzionale organizzato. In questo capitolo sarà possibile valutare i diversi interventi necessari ad essere protratti nel corso degli esercizi per riassorbire le inefficienze sistemiche che potranno essere riferite alla sfera finanziaria del soggetto economico. La determinazione o riconoscimento delle criticità riferite ai processi ed azioni finanziarie attuabili all'interno delle entità economiche è correlato alle caratteristiche del soggetto imprenditore, molto spesso questo individuo possiede competenze produttive e commerciali e questo presuppone la sussistenza di condizioni vantaggiose, le quali potranno essere<sup>52</sup>:

- Tempestiva realizzazione di un'idea vincente correlata ad un determinato prodotto;
- Facilità di mettere in atto politiche di comunicazione adeguate con i propri clienti;
- Possibilità di monitorare in ogni momento gli scostamenti, relativamente agli andamenti sul piano tecnico-produttivo.

In ugual modo però queste competenze potranno comportare la nascita all'interno dell'organismo funzionale, di una concezione eccessivamente sviluppata sul piano

---

<sup>52</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015

tecnicooperativo e commerciale, focalizzando l'attenzione in modo esclusivo mediante l'accentramento delle politiche e processi opportunamente ottimizzati, sul prodotto offerto, la sua pubblicizzazione, distribuzione all'interno del mercato di riferimento. In questa situazione in cui il soggetto economico orienta le differenti strategie, la funzione finanziaria assume una rilevanza quasi residuale all'interno dell'entità. Nello specifico possiamo assumere che in molti casi si presuppone una sopravvalutazione degli aspetti imprenditoriali, sotto il profilo tecnico-produttivo e commerciale circa le strategie attuate sul mercato di riferimento perseguite per poter attribuire un certo vantaggio per l'impresa, mediante azioni e referenti strategici in linea con il core business societario. Diversamente scelte attuate dall'imprenditore molte volte potranno comportare una sottovalutazione delle componenti finanziarie, necessarie ad essere prese in considerazione per poter stabilire un concreto equilibrio esplicitato in termini economici e finanziari sul medio e lungo termine. Le strategie di fondo attuate all'interno dell'entità economica non potranno considerare tutti gli aspetti critici della gestione, si limiteranno in termini quantitativi a prendere in considerazione le variabili che vengono tenute sotto controllo (mercati, prodotti). Molte volte la concezione finanziaria viene perseguita prendendo in considerazione il breve periodo, senza considerare il capitale umano specializzato e senza ricorrere nello specifico a consulenti esterni alla realtà societaria. Queste finalità assunte obbligano il soggetto economico a sfruttare in modo estremo la propria flessibilità sul piano operativo per acquisire flussi reddituali ingenti, tali da poter garantire un certo equilibrio in termini finanziari, preservando la sopravvivenza dell'impresa mediante l'ottenimento di sufficiente liquidità e solvibilità aziendale.

La carente concezione finanziaria porterà l'individuo proprietario a perseguire scelte in linea con il core business societario poco razionali, le quali potranno essere:

- Incremento dell'indebitamento a breve per poter far fronte al considerevole volume di affari;
- Procedure esplicitate in termini di finanziamento ed investimento, circa gli impianti ed attrezzature relativamente al credito bancario.

Queste azioni espresse stabiliscono finalità che presentano un ingente rischio sistemico in un contesto di crisi come quello corrente, dove il rischio che l'equilibrio e la stabilità sia compromessa per elementi causali contingenti è molto elevato, comportando una serie di fenomeni negativi che rendono critica l'applicazione delle politiche finanziarie, così facendo non

si è in grado di assicurare la sopravvivenza dell'impresa sul settore operativo. Si rendono necessari opportuni interventi, sotto il profilo economico-finanziario per il ripristino di un equilibrio corretto all'interno dell'entità, capace di attribuire un plusvalore all'impresa fondamentale per ristabilire una condizione edenica rispetto al mercato in cui opera e necessaria per poter adempiere alle principali finalità di governance aziendale. Per quanto riguarda le politiche finanziarie attuabili, non dovrebbe essere posto come elemento centrale la problematica principale inerente al reperimento dei differenti finanziamenti sul mercato ma si dovrebbero prendere in considerazione anche tutti i processi e finalità assunte, circa la sfera inerente alla gestione delle risorse di capitale in senso stretto, sul piano delle procedure di acquisizione, formazione interna ed impiego corrente. La tavola numero 1, riportata in seguito definisce la posizione di rilievo assunta dalla funzione finanziaria all'interno dell'impresa<sup>53</sup>.



Sulla base di questi referenti concettuali cardini, prendendo in considerazione i progetti stabiliti sulla base dei settori operativi, decretando lo stato corrente della tecnologia, mercati, beni e servizi si dovrebbe cercare di appurare se sia conveniente investire o meno in una finalità economica da conseguire. Il primo step da prendere in considerazione se si vogliono operare delle corrette ed idonee procedure di intervento è rappresentato dalla possibilità per l'organizzazione funzionale di appurare e valutare una scelta di investimento in linea con il proprio core business, cercando in modo razionale di veicolare le risorse a disposizione dell'impresa e considerare la convenienza o meno di operare un certo investimento sul mercato. Se si considera che l'investimento iniziale operato produrrà dei flussi reddituali positivi utili per l'implementazione delle procedure di gestione societaria, contando su una

---

<sup>53</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015

possibilità di finanziamento interna sarà possibile stanziare una certa somma di denaro ingente o meno al fine di poter adempiere la propria finalità economica. Nello specifico possiamo assumere che le problematiche circa le differenti procedure finanziarie, tenuto conto della loro funzione, possono essere operate nel tentativo di dare soluzione a determinate domande quali possono essere:

- Quale obiettivo esplicitato in termini dimensionali, necessario ad essere perseguito per un maggiore sviluppo, si intende raggiungere?
- Quali pecuniali investimenti si rendono necessari da ottimizzare sul breve e lungo termine?
- Quale struttura finanziaria l'impresa dovrà perseguire?

Molte volte la razionalizzazione della struttura finanziaria relativamente a questi referenti concettuali richiede la sussistenza di determinati presupposti chiave, i quali potranno essere:

- Fissazione di una finalità principale o obiettivo stabilito che definisca e guidi lo sviluppo e la messa in atto della funzione finanziaria dell'impresa rispetto al mercato di riferimento.
- La determinazione di fattori o elementi organizzativi (processi per la definizione e presentazione di determinati progetti di investimento necessari ad essere perseguiti per attribuire un plusvalore addizionale alla realtà societaria) e di stima che definiscano le procedure di impiego, relativamente alle principali finalità assunte per poter adempiere gli obiettivi anche sul lungo termine in linea con la gestione caratteristica aziendale.
- La definizione di un modello idoneo che definisca ed espliciti una struttura ottimale relativamente ai finanziamenti, tenendo conto dei costi necessari da sostenere delle differenti fonti e delle conseguenze definite sulla base delle alternative prese in considerazione.

Facendo riferimento alle politiche finanziarie operate, il management aziendale dovrà tener conto infine anche dei flussi informativi e delle procedure di programmazione e controllo necessari a supportare le differenti strategie messe appunto nel corso degli esercizi successivi alla fase iniziale di inizio attività. Le diverse aree decisionali che competono alla funzione finanziaria e sulle quali si potranno stabilire concreti interventi operativi, potranno essere così definite:

- Area di investimenti e disinvestimenti in capitale fisso;

- Area delle relative attività di investimento a titolo di capitale di credito o capitale proprio; • Area di gestione corrente;
- Gestione integrata, relativamente agli scostamenti finanziari dell'entità economica aziendale (programmazione di breve termine e pianificazione finanziaria).

La presa in considerazione per quanto riguarda le imprese, delle politiche o concezioni finanziarie definite, risultano molto spesso scarsamente sviluppate, questo potrà portare il soggetto economico a delineare differenti disallineamenti esplicitati in termini finanziari per quanto riguarda le aree di gestione precedentemente prese in considerazione. Spesso le aree di gestione non vengono definite razionalmente sotto il profilo finanziario, questo precluderà un dispendio di risorse opportunamente diversificate in relazione alle business unit necessarie ad essere supportate per il raggiungimento delle finalità ed obiettivi societari, dall'altro lato questa situazione sfavorevole comprometterà il raggiungimento di performance aziendali positive sul breve termine. Interventi attuabili sotto il profilo finanziario che potranno comportare il raggiungimento di obiettivi in linea con il core business, decreteranno una miglior gestione delle risorse all'interno della realtà societaria, stabilendo anche un miglior rapporto relazionale e fiduciario con gli intermediari finanziari, in termini di entità di volume e costo, riconducibile al denaro.

Nelle piccole e medie imprese presenti sul mercato, sarà necessario operare determinate azioni per ripristinare, riallineare la funzione finanziaria con il core business aziendale e l'impresa di riferimento che rappresenta l'elemento centrale ed un'area di interesse critica. Per poter operare in modo duraturo all'interno del settore operativo, potrà essere caratterizzata da due dimensioni sostanziali, le quali potranno essere<sup>54</sup>:

- Dimensione Operativa, permette all'entità di programmare interventi sul breve termine rendendo possibile il recupero di un certo ammontare di risorse disponibili necessarie a conseguire sul breve periodo, importanti obiettivi critici, determinati dai vertici dirigenziali. Si occupa principalmente di stabilire un corretto equilibrio tra banca e impresa, relativamente al monitoraggio dei rischi sistemici finanziari interni, esterni e del cash management.

---

<sup>54</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

- Dimensione strategica, stabilisce in un orizzonte temporale di medio-lungo termine un certo ammontare di risorse essenziali alla ridefinizione ed al supporto delle principali decisioni strategiche relative alle operazioni di governance aziendale, il suo referente diretto è rappresentato da *Chief Financial Officer (CFO)*, che assume la mansione determinante di definire la differente allocazione degli investimenti, la ridefinizione dell'assetto finanziario portante dell'entità economica e le principali scelte operative in relazione alla struttura finanziaria assunta di base. La tavola n 2, riportata in seguito definisce e opera una differenza sostanziale di fondo tra Finanza Operativa e Finanza Strategica.



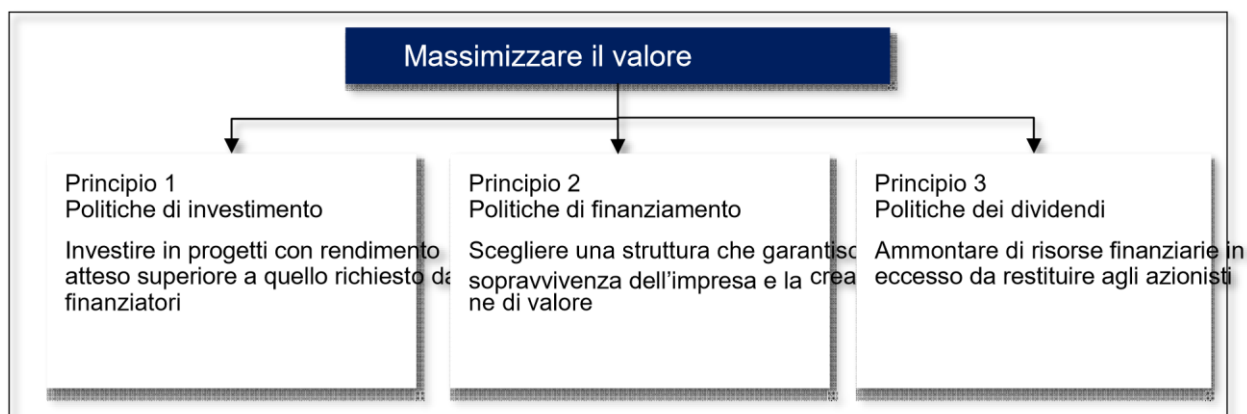
La funzione finanziaria soprattutto nelle piccole e medie imprese viene molto spesso mal gestita, storicamente viene correlata alla figura dell'imprenditore o proprietario, diretto destinatario delle consistenze positive o negative prodotte dall'entità economica o alla figura del tesoriere, nei complessi funzionali organizzati che presuppongono dimensioni particolarmente elevate ed assumono un ruolo portante all'interno del settore in cui operano. La concezione teorica dominante pone al centro la visione della finanza operativa, a scapito di quella strategica, molto spesso questa condizione implica una determinante coincidenza tra gestione finanziaria e gestione della tesoreria, in cui il focus determinante è stabilito dai processi operativi transazionale, ossia quelle attività strettamente correlate ad incassi e pagamenti e dal coordinamento di un iter di controllo espresso in termini più contabili che finanziari. Questa condizione assunta frequentemente dalle imprese italiane, rappresenta il risultato strettamente delineato da un mercato del credito che prima della sussistenza di una condizione di crisi generalizzata era poco selettivo, operare investimenti riguardanti la sfera finanziaria, poco premiante sul medio-lungo termine. Ad oggi la situazione presenta aspetti rilevanti da prendere in considerazione, totalmente diversi rispetto al passato, accedere ad una formula creditizia rappresenta un'operazione costosa e anche molto complessa. Una finanza che assuma sia la concezione operativa che quella strategica, presuppone un



considerevole vantaggio competitivo rispetto alle altre entità economiche che operano sul mercato. Questa condizione potrà essere perseguita se l'individuo proprietario, che viene posto al centro dei sistemi informativi, decide di effettuare consistenti investimenti in elementi diversi, quali possono essere il capitale umano e sistemi informatici specifici. Renda i referenti teorici assunti relativamente alla funzione finanziaria, partecipi alle scelte dei vertici aziendali, così facendo sarà possibile appurare il core business societario in modo da poterlo supportare in relazione alle scelte strategiche programmate per attribuire un plusvalore rilevante all'impresa e renderla più competitiva sul medio e lungo termine. Le operazioni che si rendono necessarie per ristabilire un corretto equilibrio tra la componente economica da un lato e quella finanziaria dall'altro, vengono perseguite con differenti finalità di fondo che determinano una considerevole modificazione degli obiettivi primari e secondari dell'impresa relativamente alla ridefinizione della struttura finanziaria dell'entità economica. La finalità principale che viene attribuita all'assetto finanziario è quella di rendere possibile la creazione di un plusvalore rilevante, necessario ad attribuire un maggior valore all'entità economica. Questo obiettivo, non deve essere appurato ed esplicitato in senso matematico, ma come elemento o strumento istituzionale, rilevante da utilizzare per il compimento di scelte corrette in linea con il core business societario. Non si presuppongono assunti differenti di fondo per quanto riguarda l'intera gestione societaria, la quale pone come elemento centrale necessario ad essere perseguito, una massimizzazione del profitto di base. L'esplicitazione del capitale dell'impresa, può essere inteso come la definizione del valore economico societario, che sarà delineato sulla base della funzione reddituale prospettica, ossia sulla possibilità di decretare ed attribuire un considerevole valore al soggetto economico in relazione ai flussi reddituali definibili in funzione della potenzialità reddituale appartenente ad ogni singola entità economica. La funzione assunta dalla leva finanziaria dovrebbe conseguire i propri risultati di medio e lungo termine, rispettando tre diversi principi basilari, che possono essere descritti dalla seguente tavola<sup>55</sup>:

---

<sup>55</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam



La finalità primaria legata alla massimizzazione del valore all'interno dell'ambiente competitivo in cui opera il soggetto economico è strettamente correlata a decisioni opportunamente prese in relazione al piano strategico finanziario e alla sfera operativa. I diversi piani di intervento stabiliti vengono decretati anche sulla base delle scelte operate dall'entità economica rispetto al mercato di riferimento. Possiamo assumere che possono essere delineate come strategie, sul lungo termine le differenti decisioni che assumono una propria influenza sostanziale sul ruolo o mansioni conseguite dall'entità economica relativamente ad un arco temporale che va dai tre- cinque anni. Mentre le principali scelte di breve termine, si riferiscono alla quotidianità ossia alle mansioni assunte di tutti i giorni, stabilisce una condizione centrale da dover prendere in considerazione la concezione teorica finanziaria di fondo per poter operare scelte razionali. Allocando ingenti risorse senza sprechi per supportare le decisioni strategiche assunte necessarie a ripristinare i differenti processi essenziali e conseguire le finalità primarie dell'impresa. Le decisioni sostenute ed operate all'interno dei vertici dirigenziali assumono come finalità rilevante, quella di stabilire la sussistenza delle condizioni determinanti per la ridefinizione di piani di investimento e di crescita societaria, di derivare inoltre in via strumentare e preliminari distinti canali di finanziamento. Il primo step per la ridefinizione di un certo plusvalore capace di delineare una struttura finanziaria efficiente è rappresentato dalla massimizzazione, relativamente al costo delle differenti risorse. Il perseguimento di questo obiettivo in relazione alle differenti scelte di fondo programmate all'interno dell'entità economica, presuppone rilevanti difficoltà necessarie ad essere fronteggiate. Si rende necessario decretare non solo una stima dei costi espliciti delle differenti forme di copertura finanziaria ma anche i fattori di costo impliciti che

si potranno riferire agli effetti delle decisioni sul piano finanziario, circa i diversi mezzi impiegati.

Un secondo assunto di intervento necessario ad essere perseguito è rappresentato dalla riformulazione delle decisioni sul piano finanziario dominanti, così facendo da poter favorire ed implementare i risultati dell'impresa sul medio lungo termine e ripristinare un corretto equilibrio dei flussi monetari in entrata ed in uscita all'interno della singolare entità economica. Molte volte questi adeguamenti, essenziali a ristabilire una condizione fondamentale di equilibrio all'interno del soggetto economico capace di assicurare una posizione centrale rispetto al mercato di riferimento, potranno essere fortemente correlati, circa la limitazione del costo sostenuto relativamente alle risorse di capitale e della ricerca di un certo grado di sicurezza all'interno dell'entità economica. Per esempio si potrà assumere che il mercato finanziario stabilisce ed esige rendimenti in crescita rispetto alle passività finanziarie dell'impresa all'aumentare di un certo grado di incertezza. Per la messa in atto di procedure opportunamente perseguite con il fine di assolvere queste finalità principali alla contabilizzazione di un plusvalore capace di ristabilire una condizione di equilibrio, ante una situazione di insolvenza societaria, sarà essenziale definire un obiettivo avente carattere generale, in modo da garantire il raggiungimento degli obiettivi assunti precedentemente descritti. Questa finalità definita ed esplicitata potrà riferirsi alla massimizzazione del valore economico dell'entità, che potrà essere conseguita mediante determinate scelte prese in considerazione riguardanti gli impieghi (fonti di investimento), quanto i differenti processi di raccolta o finanziamenti programmati dalla realtà aziendale. Gli interventi operabili da perseguire al fine di conseguire un risultato prospettico futuro, utili attribuire un certo valore aggiunto al complesso societario possono essere delineati mediante un processo o scheda di valutazione bilanciata "Balanced Scorecard" che rappresenta uno mezzo nel processo di gestione strategico dell'impresa che permette di tradurre la missione in linea con il core business aziendale, in un insieme coerente di misure di performance, semplificando la misurabilità. Questi interventi possono quindi venire strutturati ed impostati in maniera razionale mediante questo preciso schema o sistema di misurazione bilanciato. Dagli anni ottanta ad oggi, si prese in considerazione come convinzione generale emblematica, che alcune misure di natura economica-finanziaria non fossero sufficienti per definire in misura prospettica di breve e medio periodo, le dinamiche di risultato legate alle performance

imprenditoriali. Negli ultimi anni, le procedure di gestione orientate al soddisfacimento della clientela e l'implementazione dal punto di vista qualitativo e quantitativo dei processi industriali interni ha portato molte strutture funzionali organizzate a ridefinire sistemi di misurazione che tenessero conto anche dell'insoddisfazione attribuita al portatore di interesse esterno all'impresa o individui principali a cui vengono destinati in modo diretto i processi di gestione e quelle di prodotto. Da questi assunti di base come interventi per migliorare le performance aziendali dal punto di vista reddituale, viene introdotta la BSC, per una rideterminazione degli obiettivi primari e misure coerenti tra di loro, capaci di attribuire in modo diretto all'organismo societario un certo plusvalore. Una BSC completa non viene solamente definita e delineata come una serie di strumenti o indicatori critici di successo, ma le differenti finalità integrate nella scheda di valutazione bilanciata definiscono e strutturano in modo organizzato dal punto di vista strategico e funzionale il soggetto economico impresa. Questa concezione viene presa in considerazione, poiché l'azione strategica presuppone una serie differente di ipotesi, che presuppongono di fondo un rapporto di causa effetto. Lo schema principale di misurazione definisce di esplicitare i legami che sussistono tra le differenti finalità nelle prospettive, per poterle gestire al meglio, consolidarli e definire una certa coesione di fondo per il proprio sviluppo anche sul medio e lungo termine. Possiamo stabilire che facendo riferimento alla redditività del capitale investito, potrà essere preso in considerazione per una valutazione circa la sfera economico e finanziaria. Il driver relativo a questa misura potrebbe essere legato e costituito da un aumento dimensionale circa le differenti vendite conseguite da clienti esistenti, sulla base di un aumento del grado di fiducia degli stessi. Prendendo in considerazione come elemento principale la fedeltà legata alla clientela, presuppone che essa abbia una certa rilevanza ed influenza sulla redditività del capitale investito. Un maggior grado di fiducia dei portatori di interesse presi in considerazione potrebbe essere conseguito mediante l'assunzione di determinati atteggiamenti promossi dall'impresa che favoriscano il consumatore finale, i quali potranno essere: puntualità nella consegna degli ordini finali, conseguendo una diminuzione sostanziale del costo medio unitario di produzione a livello societario, garantendo quindi un abbattimento del prezzo legato al prodotto finale, ecc.

La fase successiva per una buona ridefinizione dal punto di vista funzionale e strategico dell'operato aziendale è rappresentata dalla rideterminazione di alcuni valori imprenditoriali che dovrebbero essere

mantenuti e perseguiti dai vertici dirigenziali per poter assicurare un intervento mirato a favorire un'implementazione del valore del soggetto economico esplicitato in termini economici e finanziari. Dal punto di vista delle procedure interne sarà necessario il raggiungimento di una certa puntualità, circa i tempi di consegna del prodotto finito ed i processi di trasformazione fisici- tecnici che stanno alla base della formulazione e strutturazione del prodotto finale offerto con l'obbiettivo di poter soddisfare le esigenze differenti del consumatore finale ed assicurare un ciclo breve dei processi operativi protratti nel corso degli esercizi. Questo viene garantito implementando dal punto di vista qualitativo, attribuendo mediante corsi di formazione del personale, conoscenze maggiori in grado di poter migliorare le performance aziendali. Una scheda ben equilibrata quindi permette una miglior coesione tra singolari business unit che compongono la compagine societaria rendendo espliciti rapporti di causa ed effetto, che facilitano il conseguimento di importanti obiettivi di fondo capaci di attribuire un maggior valore all'organismo societario circa, la misurazione dei risultati ottenuti ed i driver delle performance di risultato stesso. Le aree di intervento selezionate nell'analisi mediante la scheda di valutazione bilanciata prenderanno in considerazione, le principali business unit che sostengono la struttura imprenditoriale e che dovranno essere prese in considerazione al fine di un'analisi complessiva del soggetto economico. La procedura di intervento inizialmente dovrà prendere in considerazione una prospettiva economica – finanziaria, con la finalità principale di poter spingere le differenti business-unit e conciliare le loro finalità di fondo al core business societario. I differenti obiettivi fissati nel corso degli esercizi futuri, protratti sempre più ad un plusvalore addizionale, sono resi necessari da un'implementazione della strategia iniziale. Le differenti finalità esplicitate potranno essere diverse in relazione allo stadio del ciclo di vita dell'impresa, si tendono a configurare tre stadi differenti i quali potranno essere<sup>56</sup>:

- Crescita (Sviluppo del soggetto economico);
- Mantenimento;
- Condizione di risultato o raccolto.

Nella condizione iniziale di crescita, il soggetto economico si trova in una delle fasi primarie del suo ciclo di vita, in questa situazione i servizi o prodotti offerti assumono un elevato potenziale di crescita. L'organismo funzionale investirà sotto il profilo quantitativo, ingenti

---

<sup>56</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

risorse strumentali ad implementare la capacità produttiva di base ed assicurare una crescita dei sistemi pianificati e strutturati di programmazione e controllo. In questa fase iniziale comunque il cash flow sarà negativo ed il ritorno del capitale investito molto basso, l'impresa comunque non sarà in una posizione patologica di dissesto ma lo squilibrio iniziale societario sarà determinato da un dispendio di risorse iniziali ed investimenti protratti al fine di sviluppare un certo flusso reddituale positivo in futuro, capace di attribuire all'impresa una certa posizione favorevole all'interno del mercato di riferimento. In questo stadio primario di crescita verranno utilizzate alcune misure, le quali potranno essere: tasso di crescita dei risultati ottenuti, tasso di crescita dei ricavi nel mercato di riferimento. Sarà necessario oltremodo perseguire un adeguato livello di spesa minimo razionale, al fine di uno sviluppo consolidato dei prodotti offerti e dei processi protratti nel corso degli esercizi futuri relativamente all'operato del personale formato all'interno dell'entità economica aziendale.

Nella seconda fase presa in analisi, l'impresa dovrà effettuare investimenti per delineare miglione circa il capitale investito di fondo, da queste entità economiche ci si aspetta che venga mantenuta la quota di mercato esistente cercando di implementarla nel corso degli esercizi futuri, i differenti investimenti saranno promossi al fine di elidere le strozzature ed incrementare le capacità di fondo dell'organismo funzionale organizzato. In questo stadio secondario del ciclo di vita dell'impresa possiamo delineare che le misure differenti di prestazione più adeguate da prendere in considerazione dovranno ricollegarsi al concetto di redditività, quali potranno essere il reddito operativo o il margine lordo. Questi strumenti presuppongono come dato il capitale investito nella business unit, predisponendo una certa massimizzazione di fondo del reddito che potrà essere generato dal capitale investito negli esercizi futuri durante lo svolgimento dell'attività perseguita in linea con il core business societario. Nella terza fase quella relativa alla maturità imprenditoriale, l'entità economica dovrà far fronte molto spesso a differenti condizioni di dissesto imprenditoriali che pregiudicano il conseguimento di importanti obiettivi di fondo essenziali. Queste condizioni di dissesto conclamate verranno arginate mediante differenti investimenti economici finanziari precedentemente assunti, nel momento in cui i flussi reddituali negativi saranno rilevati. La messa in atto di interventi efficaci e ben operati sotto il profilo economico finanziario porteranno l'organismo funzionale ad una situazione di ripresa essenziale al fine di ristabilire un certo equilibrio all'interno dell'entità economica. I differenti soggetti economici

che si distinguono in questa condizione non presuppongono più ingenti investimenti di fondo, come quelli operati nella fase iniziale del ciclo di vita dell'impresa per poter avviare l'attività, ma saranno promosse importanti azioni di investimento solo per conservare la capacità produttiva di fondo ed l'istaurazione di processi di programmazione e controllo, avviati mediante una riorganizzazione della struttura aziendale e predisposti al fine di un'elisione sostanziale del diaframma giuridico capace di eliminare i costi relativi alle operazioni di governane aziendale più rilevanti, delineare una corretta procedura di risanamento societaria. Ogni singolare area o procedura di investimento delineata dovrà essere ben strutturata e dovranno essere presi in considerazione tempi di recupero abbastanza brevi sulla base delle finalità conseguibili dell'entità economica in relazione agli obbiettivi che si pone un'impresa che presuppone un ciclo di vita imprenditoriale ben avviato. Sarà necessaria una certa implementazione del cash flow operativo al netto delle differenti riduzioni relativamente al capitale circolante.

### ***3.2.2. Gli interventi sul piano industriale e finanziario***

Per l'attuazione di un processo di risanamento che apporti concreti benefici all'entità economica sarà doveroso mediante il piano strutturato ristabilire le normali condizioni di economicità, ossia poter garantire un certo equilibrio tra costi sostenuti e ricavi per prevenire o far fronte ad una condizione di perdita corrente e futura. In questo prospetto sarà necessario delineare le primarie misure o strumenti da dover impiegare per un ripristino immediato della gestione economica, alla risoluzione dei problemi interni, circa l'indebitamento riscontrato verso terzi e ad un coordinamento concreto della gestione finanziaria. Di conseguenza il piano di risanamento societario dovrà essere strutturato e definito prendendo in considerazione la strategia formulata dall'individuo imprenditore per il rilancio dell'organismo funzionale sul settore operativo in cui intenderà focalizzare la propria strategia di business in linea con l'attività caratteristica rilevante, che contraddistingue ed attribuisce un certo valore al soggetto economico diverso rispetto ad altri competitors presenti sul mercato. I vertici dirigenziali nell'indirizzare strategie che consentano di attribuire maggior valore aggiunto all'impresa dovranno tener conto delle condizioni in cui si opera dal punto di vista ambientale e dei programmati processi di ristrutturazione societaria sia interni che esterni. Nello specifico possiamo stabilire che per le procedure formulate relativamente alla sfera imprenditoriale

interna dovranno tenere conto di tutte quelle differenti attività protratte ad operare sulla struttura societaria interna al soggetto economico, quali potranno essere: riduzione del personale, razionalizzazione della gestione ecc. I differenti iter esterni fanno riferimento a processi volti alla dismissione di componenti relative all'entità imprenditoriale, quali potranno essere per esempio: cessioni di partecipazioni mediante le quali si potranno ottenere nuove risorse strategiche da impiegare per investimenti addizionali sul mercato e che contribuiranno ad un processo di risanamento sostanziale del soggetto economico. Il piano industriale di riferimento che l'individuo imprenditore dovrà delineare potrà contenere e stabilirà una serie di indicazioni e referenti concettuali utili a figurare prospettive condizioni economiche, reddituali e finanziarie relativamente al soggetto economico, con la finalità principale di poter affrontare in modo efficiente ed efficace la condizione patologica dominante e poter ristabilire una situazione di equilibrio iniziale garantita mediante l'economicità aziendale. In questo modo il prospetto, che l'imprenditore intende presentare ai creditori e diversi portatori di interesse permetterà di conseguire in maniera attendibile e ragionevole l'attività imprenditoriale e potrà rappresentare anche un fatto rilevante per favorire condizioni negoziali efficaci con gli stessi, così facendo occorrerà delineare in modo analitico, i differenti processi di riferimento per la medesima impresa. Il documento o piano industriale delineato dovrà tener conto di differenti elementi da dover prendere in considerazione i quali potranno essere: investimenti, finanziamenti, andamento circa la previsione gestionale e discostamento relativamente ai flussi di gestione operativa e finanziaria, fabbisogno finanziario<sup>57</sup>. Per quanto riguarda la componente relativa agli investimenti mediante le diverse risorse reperite dall'entità economica, sarà necessario favorire e predisporre un'analisi accurata degli asset societari, stabilendo il valore corrente degli stessi e delineando i beni ritenuti non determinanti a favorire la continuazione dell'attività imprenditoriale e quindi oggetto di una possibile dismissione societaria operata. In generale uno dei principali referenti concettuali da dover prendere in considerazione per la definizione di un prospetto di piano che consenta un risanamento dell'entità economica, si sostanzia in un processo di dismissione finalizzato ad una concreta elisione delle azioni non in linea con la gestione caratteristica imprenditoriale. Per questo motivo sarà strumentale operare la definizione di un piano o documento

---

<sup>57</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016



industriale che derivi in modo dettagliato la condizione iniziale e gli interventi futuri sugli asset d'impresa sul medio e lungo termine. In secondo luogo sarà essenziale per la strutturazione di un documento ben dettagliato, operare una valutazione efficace delle fonti di finanziamento e delle differenti modalità di pagamento degli individui creditori. Rappresenterà una condizione rilevante, il conseguimento di un iter analitico necessario a classificare le modalità di pagamento differenti dei soggetti creditori sul mercato e nella condizione di una crisi conclamata di natura finanziaria, un buon strumento per l'ottenimento di un certo risultato positivo potrebbe essere rappresentato dalla ridefinizione dello scadenziario legato alla componente di debito. Nel caso in cui una situazione patologica conclamata, incida in maniera significativa sul mero patrimonio imprenditoriale, sarà necessario stabilire differenti soluzioni incisive, quali potranno essere ad esempio: la possibilità di una concreta rinuncia da parte dei soggetti creditori circa i propri diritti di credito, nella prospettiva edenica che il soggetto economico in futuro generi ricavi sufficienti a poter far fronte all'ingente entità di costo che contraddistingue l'attività operata sul mercato ed i diversi debiti pregressi. In altre condizioni potrebbe risultare più facile prevedere una riconversione del debito in capitale anche se questa ultima circostanza riguarda nella maggioranza dei casi, intermediari finanziari. Il prospetto di piano industriale dovrà delineare oltremodo delle previsioni sul piano economico, stabilite dal soggetto imprenditore per un arco temporale necessario a ripristinare la situazione di economicità all'interno dell'organismo funzionale organizzato. In questo caso il conto economico previsionale sarà strutturato e derivato in una forma di conto economico progressivo nel quale dovranno essere sottolineati i parametri necessari ad essere presi in considerazione per stabilire una misurazione efficace circa alcune grandezze aziendali sul piano quantitativo, come potranno essere: le componenti di ricavo, il valore aggiunto, margine operativo lordo, reddito operativo e risultato netto. In questo modo il conto economico delineato previsionale, indicherà una riduzione potenzialmente ottenibile circa la componente di costo dei fattori produttivi, che si realizzerà nel processo di risanamento societario, analizzando in modo specifico ed efficiente le differenti modalità di decremento delle spese ed il processo o le politiche conseguite per il contenimento dei costi interni.

Nel caso in cui siano programmati specifici ridimensionamenti o interventi all'interno dell'entità economica, con una sostanziale riformulazione delle attività imprenditoriali e dei processi interni, il conto economico dovrà prendere in considerazione le componenti

straordinarie positive o negative circa i risultati ottenuti delineati dal processo di ristrutturazione dell'impresa. Per poter definire una previsione futura attendibile, potrebbe essere conveniente scomporre il piano economico, stimando in maniera specifica le singole aree strategiche, così facendo da poter circoscrivere quali aree inerenti alla sfera produttiva siano in perdita. Il documento che consentirà di strutturare concreti interventi interni societari dovrà definire, i flussi inerenti al processo gestionale operativo e finanziario con la finalità principale di delineare il reale potenziale del complesso funzionale organizzato in modo da garantire l'economicità nei processi aziendali. In questo modo per operare concreti interventi sarà essenziale elaborare un piano finanziario, rappresentativo di linee guida che consentiranno una pianificazione concreta pluriennale del soggetto economico circa lo scostamento dei flussi finanziari di periodo. Il documento inerente alla sfera finanziaria dovrà prendere in considerazione i diversi finanziamenti di ciascun arco temporale e la situazione della liquidità aziendale.

Il piano industriale sottolinea la situazione finanziaria a breve e quella sul medio lungo termine, la quale sarà influenzata dagli eventuali accordi o processi di rinegoziazione dei debiti finanziari. L'implementazione della condizione finanziaria complessiva sarà influenzata dalla possibilità per l'imprenditore di portare a termine eventuali accordi di ristrutturazione dei debiti con gli istituti di credito. Il prospetto industriale pertanto dipenderà in maniera specifica delle differenti possibilità che si presentano al soggetto economico, dai processi attuati e dalla buona riuscita di eventuali negoziazioni portate a termine con i creditori circa la composizione e tempistica del piano derivato.

Nel piano delineato si dovranno prendere in considerazione concreti interventi inerenti alla liquidità aziendale, per ristabilire un corretto equilibrio di fondo tra risorse a breve impiegate e gli impegni assunti consolidati o meno. Gli interventi operati seguendo un piano di liquidità aziendale, come quelli stabiliti sulla base di una prospettiva finanziaria, consentono di determinare elementi critici che hanno come fine specifico quello di delineare e stimare linee operative del soggetto economico in crisi. Bisognerà prendere in considerazione il fabbisogno finanziario del soggetto economico e le differenti fonti di finanziamento necessarie per la sua copertura. In questo modo una stima o misurazione dettagliata del prospetto annuale del fabbisogno stabilirà alcuni specifici elementi obiettivo da dover prendere in considerazione, che saranno in linea con la formulazione strategica e lo sviluppo negli esercizi che vengono

determinati dal rapporto sostanziale tra capitale circolante netto e quello investito e dalla relazione tra capitale fisso ed investito sia sul piano complessivo che a livello di business unit. In base ai finanziamenti necessari e predisposti a colmare il fabbisogno, essi potranno essere generati da mezzi propri ovvero da distinte passività finanziarie. Il prospetto di liquidità che servirà per stabilire e pianificare negli esercizi concreti interventi, accompagnerà il documento industriale e presupporrà un monitoraggio sostanziale delle scelte aziendali. Stabilirà inoltre un anello di raccordo tra le differenti scelte e finalità conseguite riguardanti il processo gestionale corrente e quelle principali di gestione finanziaria futura. Il documento riconducibile al piano di risanamento industriale dovrà delineare i principali processi rilevanti attuabili dai vertici dirigenziali per il rilancio dell'attività imprenditoriale, sia da un punto di vista societario o aziendale che da un punto di vista finanziario. Se da una parte bisognerà effettuare una specifica ristrutturazione del complesso funzionale organizzato (con la possibilità di operare dismissioni, una riduzione concreta del personale e dei costi, con la possibilità di operare processi finalizzati alla creazione di nuovi prodotti), dall'altro lato poiché sussiste una possibilità finanziaria particolarmente esigua, il personale amministrativo dovrà stabilire con i creditori forme e possibilità per il soddisfacimento dei debiti stessi. Queste nuove modalità di soddisfacimento delle componenti di debito, potranno avvenire mediante l'attuazione di differenti processi, i quali potranno essere: pagamento parziale delle componenti di debito mediante l'eliminazione di alcuni asset specifici, rideterminazione proprie delle scadenze stabilite, ripristino o remissione parziale dei debiti e conversione degli stessi in capitale. Un processo di ristrutturazione delle componenti di debito, potrà presupporre un ritorno più alto per i differenti portatori di interesse, che vengono inclusi nel processo di risanamento societario. *"The restructuring process, can be understood according to the corporate doctrine in two different ways, namely as "organizational restructuring" and as a mere "restructuring of the assets"*<sup>58</sup>. Una formulazione di un processo di ristrutturazione sotto il profilo finanziario implica il raggiungimento di un equilibrio mediante una ricapitalizzazione concreta, che presupporrà di base un apporto di capitale da parte dei differenti soci correnti e futuri ed una ristrutturazione dei debiti che implicherà una rivisitazione dei termini pattuiti con i soggetti creditori dell'impresa. I patti stabiliti potranno

---

<sup>58</sup> Enrique R. Arzac, Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring, 2013

perseguire diversi processi di rinegoziazione dei debiti, quali potranno essere per esempio: la postergazione di alcuni individui clienti nei confronti delle voci di debito di alcuni, il processo di erogazione di nuovi finanziamenti rilevati da parte dei differenti creditori con la finalità principale di assicurare il going concern dell'organismo funzionale organizzato ossia il pagamento delle obbligazioni medesime. Il prolungamento dell'arco temporale inerente al pagamento dei debiti scaduti e la conversione del capitale proprio delle voci di debito attraverso un aumento del capitale sociale da destinare ai finanziatori, la remissione parziale del debito e la costituzione di società indirizzate al perseguimento di scopi ben prestabiliti.

Il prospetto da dover seguire per ottenere un processo di risanamento societario consolidato, viene delineato e si struttura nel seguente modo, ossia:

- *Premessa*: definizione delle diverse finalità aziendali, motivazioni di fondo sia interne che esterne che hanno portato l'entità economica a prendere in considerazione il risanamento societario, analisi delle cause relative alla crisi imprenditoriale rilevata nel complesso societario, analisi del mercato o settore in cui opera il soggetto economico, dal punto di vista competitivo per il soggetto economico in crisi e definizione della situazione patrimoniale di partenza attraverso la stima dei dati economici, finanziari e patrimoniali storici riconducibili al complesso societario.
- *Interventi da attuare*: Potranno essere operazioni legate alla gestione dei processi, protratti all'ottimizzazione del potenziale competitivo e reddituale dell'impresa, con la conseguente vendita di asset non strategici, ristrutturazione del debito per stralcio, dilazioni oppure approvvigionamento di nuove risorse strategiche finanziarie per il soggetto economico.
- *Definizione delle previsioni economico-finanziarie*: Redazione del piano industriale o business plan e dei relativi flussi prospettici previsionali definiti dall'ottimizzazione dei processi di risanamento delineati. La buona riuscita delle procedure di risanamento aziendali sarà strettamente correlata alla possibilità di effettuare previsioni economiche-patrimoniali attendibili sul medio-lungo termine capaci di deliberare e stabilire i numeri, gli obiettivi e le strategie predisposte e delineate mediante il piano di risanamento, così facendo da poter verificare i flussi di liquidità previsionali determinati dal piano ed in grado di soddisfare le attese.

- *Definizione dei meccanismi di gestione e di controllo del piano:* La buona riuscita del piano di risanamento industriale stabilisce essenzialmente la negoziazione con i diversi portatori di interesse che dovranno sostenerlo, in prima battuta con i fornitori per concedere dilazioni pagamento e la prosecuzione del rapporto di fornitura con le organizzazioni sindacali. In prospettiva di un'eventuale riduzione del personale, con gli intermediari finanziari, per quanto concerne il processo stabilito al fine di una ristrutturazione sostanziale del debito. La procedura di risanamento attuata verrà compiuta e presupporrà il perseguimento di importanti obiettivi di fondo, la condizione risulterà stabile, con il ripristino ad un certo livello ed il riutilizzo dei flussi reddituali positivi adeguati a coprire perdite rilevanti o disfunzioni sistemiche ordinarie, con la conseguente creazione di un valore addizionale utile a delineare una posizione competitiva per quanto riguarda il settore operativo con cui l'impresa si relaziona e svolge le proprie attività correnti. In questo modo differenti e molteplici potranno essere i fattori che incidono sull'iter di turnaround, tra i quali assumo un'importanza rilevante le seguenti attività: tempestività degli interventi assunti e presi in considerazione per poter fermare e monitorare la distruzione di valore, indicazione degli individui attuatori del prospetto industriale che presuppongono una leadership riconosciuta in grado di poter sostenere e superare le resistenze al cambiamento corrente. Sulla base di un'Inter di risanamento societario, risulta importante la derivazione dei flussi di cassa minimi atti a soddisfare le differenti necessità perseguendo la stabilizzazione e alimentando i presupposti affinché l'entità economica di riferimento possa ritornare a conseguire flussi reddituali positivi che delineano risultati concreti sul medio e lungo termine.

Il prospetto industriale viene delineato come componente core di un processo di risanamento societario, di un'entità economica in crisi e viene predisposto per un riequilibrio dei processi interni e per poter bilanciare in modo equo i flussi finanziari e reddituali all'interno dell'entità economica. Il prospetto informativo sarà comprensivo di due differenti parti distinte, quali potranno essere: una qualitativa-descrittiva dove verranno presi in considerazione e definiti tutti i principali elementi che contraddistinguono e descrivono un progetto aziendale. Inoltre il documento integrerà anche una parte quantitativa analitico e numerica nella quale mediante vere e proprie previsioni economico-finanziarie, si stabiliranno e decreteranno i principali risultati attesi dall'iniziativa e il ruolo o impatto che questa condizione potrà avere sulla struttura societaria. Il documento predisposto dovrà figurare come un prospetto chiaro,

efficace ed efficiente e dovrà essere redatto in termini prudenziali. Nel caso di entità economiche in crisi, il prospetto delineato dovrà prendere in considerazione la condizione di inefficienza corrente e le differenti problematiche interne che influenzano in modo negativo il normale svolgimento delle attività imprenditoriali portate a termine, in linea con il core business societario.

I differenti interventi programmati dovranno prendere in considerazione l'impostazione strategica imprenditoriale per cercare di coordinare in modo consono le principali attività per il ripristino in termini economici e finanziari dell'organismo funzionale all'interno del mercato di riferimento. Rappresenterà un elemento determinante da dover prendere in considerazione, l'analisi concreta riguardante l'organizzazione generale, circa i differenti fattori produttivi e nello specifico si dovranno prendere in considerazione le risorse umane all'interno del soggetto economico. Questa situazione implicherà di dover effettuare una derivazione dei processi produttivi, delle differenti tecnologie impiegate e messe in campo, risorse e personale inserito nei processi di trasformazione fisici e tecnici, definizione del mercato di approvvigionamento inerente alle materie prime e rapporti con i differenti fornitori e relativi al potere contrattuale. Definendo l'analisi ed esplicitandola tra le principali scelte strategiche della società ed i differenti risultati ottenuti in passato, il documento definirà in modo evidente le leve gestionali ed elementi che assumono una maggiore posizione determinante sui risultati imprenditoriali ottenuti sotto il profilo reddituale e patrimoniale. In seguito sarà possibile stabilire gli indicatori che verranno messi in campo per misurare lo scostamento e l'andamento delle differenti attività, con l'obiettivo principale di completare il profilo qualitativo e quantitativo relativamente alla parte descrittiva. Sarà necessario perseguire un'analisi efficiente degli ultimi bilanci approvati e della situazione contabile aggiornata, l'iter di analisi relativamente ai dati storici, consentirà di stabilire e delineare una condizione di causa ed effetto tra le primarie scelte, riguardanti l'iter strategico da dover prendere in considerazione relativamente all'impresa<sup>59</sup>. Così facendo da poter appurare e valutare i risultati ottenuti e la profittabilità della strategia realizzata. Tale procedura di analisi stabilirà e valuterà il momento in cui la potenzialità dell'impresa di generare flussi di cassa indipendenti da altre attività è stata messa a rischio o compromessa, portando il soggetto

---

<sup>59</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli

economico ad una condizione di dissesto conclamato latente. L'aspetto storico e quantitativo influenza in modo concreto l'attendibilità del documento contabile. Sarà necessario valutare che i dati economici e finanziari siano frutto di un sistema amministrativo e contabile efficace e ben strutturato, ove gli aspetti valutativi riportino stime corrette in grado di poter delineare una condizione attuale ed attendibile circa la situazione economica e finanziaria del soggetto imprenditoriale. Rappresenta una condizione preliminare e strumentale infatti un'analisi esplicitata in termini consuntivi, attuata con la finalità principale di pianificazione dei dati correnti in termini economici e finanziari. Nel caso in cui l'impresa debba dover affrontare una condizione di crisi conclamata, una procedura di analisi a consuntivo sarà necessaria al fine di poter delineare il fabbisogno di finanziamento necessario a poter ristabilire i processi economici e finanziari. Questa condizione diventa essenziale da dover pianificare correttamente, in entità economiche che operano in realtà o contesti non efficientemente strutturati e di buona qualità. In questi casi le serie di dati storici potrebbero essere poco affidabili ed efficienti, in questo modo l'organico amministrativo potrebbe impostare il documento imprenditoriale o piano su elementi riscontrabili e non su mere congetture. Così facendo potrà essere in grado di apportare un sistema di monitoraggio essenziale a delineare dettagliatamente l'andamento societario che viene definito proprio durante l'iter di riorganizzazione e in seguito, ristabilendo tutti gli elementi e valutando la struttura economica e finanziaria dell'entità economica. Dal punto di vista degli obiettivi ed interventi, il prospetto imprenditoriale dovrà tener conto delle principali scelte operative strategiche che si intendono realizzare, si tratterà in sintesi di poter ridefinire le diverse intenzioni procedurali che definiscono il prospetto industriale mediante il quale la società intende stabilire le proprie finalità primarie, le quali potranno essere: creazione di valore, sviluppo e risanamento. Una descrizione ben formulata e generale sarà sufficiente a definire i primari obiettivi societari che si intendono perseguire. Nel caso di interventi mirati di risanamento imprenditoriale tali finalità non dovranno consistere in processi programmati e mirati solamente dal punto di vista finanziario, ma dovrebbero oltremodo riguardare la produttività, l'ambito commerciale e competitivo del settore di appartenenza in cui il soggetto economico indirizza la propria attività. Così facendo si potrà delineare una mera e propria inversione di rotta, riproponendo una procedura strategica protratta al fine di poter far fronte alle componenti inefficienti che hanno condotto alla crisi imprenditoriale. Sarà poi necessario fornire, in coerenza con i

principali processi strategici delineati, le diverse dinamiche che hanno influenzato il settore di appartenenza imprenditoriale, lo scenario competitivo di mercato e l'evoluzione prospettica relativamente alla domanda di settore dei principali prodotti e servizi dell'impresa e dei relativi prezzi operati.

In una condizione di dissesto, sarà opportuno stabilire l'orizzonte esplicitato in termini temporali del prospetto industriale, in questo modo sarà possibile sottolineare i principali flussi finanziari imprenditoriali utili a ricolmare il debito contratto verso finanziatori terzi e ristabilire una condizione di equilibrio economico e finanziario, per poter riassumere all'interno del settore in cui opera la realtà imprenditoriale, una posizione strategica capace di attribuire risultati o flussi reddituali positivi al complesso societario. L'action plan dovrà stabilire in assunto i primari interventi o direttive necessarie dal punto di vista funzionale ed operativo a ripristinare una condizione edenica, esso dovrà prevedere: azioni o processi strategici societari capaci di stabilire e delineare l'impatto operativo dal punto di vista economico e finanziario e la relativa componente in termini temporali, per la sua ottimizzazione ed implementazione concreta. In questa condizione, i differenti processi o iter attuati consentono di poter far fronte ai fattori esterni che hanno portato in primo luogo alla crisi societaria. Questi processi delineati dovranno focalizzarsi e prendere come punto di riferimento le aree o business unit profittevoli all'interno del soggetto economico e portare a vere e proprie procedure di dismissione per quanto riguarda i principali settori operativi inefficienti che hanno contribuito a condurre il complesso funzionale organizzato ad una condizione di instabilità all'interno del mercato di riferimento o settore in cui si protrae l'attività. La determinazione di meri e propri investimenti sarà strumentale, in una situazione di crisi societaria conclamata e dovranno essere molto contenuti, sottolineando l'ammontare, la tipologia e gli esercizi di riferimento per quanto riguarda le principali poste patrimoniali sulle quali andare a perseguire concreti processi di intervento. Dal punto di vista organizzativo, i principali processi di intervento dovranno essere strutturati in progetti concreti, capaci di definire per ciascuna area procedurale dal punto di vista operativo: i relativi investimenti necessari ad essere operati, i tempi, le differenti condizioni e vincoli, il conseguente impatto economico e finanziario. Dal punto di vista strutturale il prospetto imprenditoriale definirà caratteristiche e approfondimenti diversi a seconda dei principali processi ed interventi individuati, va poi definito che il documento dovrà essere di concreta attuazione, si dovrà



trovare un punto di incontro ben pianificato e strutturato dove le tempistiche siano ben bilanciate in relazione alle risorse impiegate, tecnologie proprie dell'entità economica. Definito il prospetto imprenditoriale da un punto di vista organizzativo e strutturale, sarà necessario definire le reali e correnti modalità di intervento, per poter conseguire sul medio lungo periodo un iter capace di poter ripristinare la condizione edenica esplicitata in termini economici e finanziari. Uno dei principali processi da dover conseguire, fa riferimento ad un iter di stabilizzazione dei flussi di danaro correnti, che potrà incorporare differenti fasi, le quali potranno essere<sup>60</sup>:

- Intervenire sul capitale circolante con l'obiettivo primario di ottenere un rapido smobilizzo delle leve gestionali societarie fondamentali. In questo caso possiamo assumere che la qualità delle componenti di credito difficilmente trova un riscontro nel bilancio delle entità economiche in crisi, uno dei principali elementi da dover prendere in considerazione sono i giorni clienti per poter effettuare dei riflessi contabili in relazione alle previsioni di cassa da operare. Le differenti componenti relativamente agli individui fornitori, dovranno essere valutati sulla possibilità di una rinegoziazione concreta delle scadenze dei debiti. Molto spesso il parametro di riferimento, rappresentato dai giorni fornitori, non verrà ponderato in maniera equa risultando sovrastimato e l'analisi inerente al monitoraggio del valore relativamente alle rimanenze, influisce sul corrente costo del venduto. Il prospetto imprenditoriale dovrà definire margini inerenti ad un concreto decremento del magazzino per poter rilevare benefici correnti sul circolante.
- Valutazione della redditività: In ogni prospetto imprenditoriale valutativo l'analisi e la stima delle componenti di ricavo, viene sempre rappresentata in modo dettagliato. I differenti rapporti che si riferiscono allo sviluppo corrente del fatturato o flussi reddituali positivi che vengono percepiti all'interno dell'entità economica di riferimento, dovranno essere definiti su basi prudenziali e ben delineati, poiché le entità aziendali che sono in una condizione di dissesto conclamato perdono quote significative delle proprie entrate, soprattutto nell'arco temporale in cui viene disposto il processo di ristrutturazione. Un programma di intervento positivo di ristrutturazione, disposto in tempi relativamente rapidi potrebbe portare il

---

<sup>60</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli

soggetto economico al ripristino di una condizione di equilibrio in termini economici e finanziari.

- Un miglioramento ed implementazione dei margini industriali, stabilisce l'ottimizzazione delle componenti legate al prodotto come unità conclusiva del processo di trasformazione fisico tecnico e relativamente alle procedure definite per poter predisporre un buon piano di vendita programmato. Sul breve periodo è più facile attuare procedure di intervento mirate, per quanto riguarda i costi variabili e fissi ed i differenti processi di acquisto.
- Ottimizzazione dell'efficienza, riguarda un miglioramento sostanziale dei processi ed un mirato iter di razionalizzazione delle componenti di costo. Sul breve periodo dal punto di vista operativo sarà più facile disporre processi mirati, riguardanti il contenimento dei costi anziché su recuperi sostanziali dei processi legati ad una trasformazione fisica tecnica del prodotto.
- Analisi della struttura organizzativa, i prospetti industriali definiscono che per ripristinare e ridefinire misure di risparmio solide bisogna far fronte a misure restrittive, quali potranno essere la cassa integrazione ed un reale decremento del personale impiegato per l'attuazione dei differenti processi o attività imprenditoriali.
- Verifica di ulteriori parametri o indici sul piano economico e gestionale, in riferimento ai principali competitors, la comparazione iniziale permette di appurare le cause che hanno condotto l'entità economica ad una situazione patologica di dissesto conclamato, ma anche misurare e valutare l'attività imprenditoriale da un punto di vista operativo rispetto al settore di riferimento.
- Analisi e valutazione del grado di realizzabilità, nel documento imprenditoriale viene definito e preso in considerazione il progetto dal punto di vista degli interventi realizzati ossia in corso e quelli da realizzare. Si dovrà predisporre un differente orientamento strategico, stabilito al fine di predisporre un processo di rinnovamento efficace ed efficiente per mobilitare i flussi di cassa e delineare una condizione favorevole, in termini di creazione del valore sul medio e lungo termine e non solamente in un'ottica di ripresa immediata. Gli interventi attuabili dal punto di vista operativo, mediante il prospetto industriale potranno prendere in considerazione anche una prospettiva o arco temporale piuttosto ampio, i quali potranno prevedere:

- Interventi sul prodotto: l'entità economica, dovrà effettuare e conseguire importanti investimenti di fondo dal punto di vista della ricerca e sviluppo per poter intervenire in modo concreto sui prodotti e servizi offerti, inoltre per fruttare tutte le leve a disposizione del soggetto imprenditoriale e per poter formulare una buona strategia mediante la quale penetrare più efficientemente il mercato di riferimento, sarà doveroso puntare sull'innovazione anche per quanto riguarda il marketing e l'area commerciale.
- Integrazioni ed alleanze strategiche: Operare un processo di risanamento societario, mediante l'attuazione di scelte strategiche ben programmate, permetterà all'entità economica di poter ritornare a risultati tangibili sul medio e lungo termine, rendendo così possibile anche la nascita di nuove alleanze e partnership in grado di favorire la crescita, circa le dimensioni competitive societarie.
- Efficienza dei processi conseguiti ed operati: L'implementazione delle procedure operative, che derivano dai processi di trasformazione fisici e tecnici programmati e protratti nel corso degli esercizi futuri, deriva da una scomposizione della catena del valore nell'entità o modello economico di riferimento. L'analisi e l'iter di valutazione viene semplificato dall'adozione di strumenti economici e finanziari come l'Activity based costing.
- Investimenti aggiuntivi: Il processo di risanamento, richiede interventi mirati dal punto di vista societario. Ossia le finalità da dover conseguire per poter attuare procedure aziendali mirate che portino a certi risultati, presuppongono in una fase iniziale degli investimenti da dover sostenere per poter acquisire gli strumenti e le risorse strategiche in grado di far fronte al disequilibrio creatosi all'interno dell'entità economica di riferimento.

Nel prospetto industriale dovranno essere definite le diverse ipotesi che stanno alla base dei dati previsionali stimati, ossia i metodi e criteri attraverso i quali, delineate le intenzioni del processo strategico dell'Action Plan, l'entità economica sulla base di una logica aziendale generale dovrà definire i differenti obiettivi quantitativi e finalità che intenderà perseguire negli esercizi futuri. La definizione delle ipotesi di fondo rappresenta uno dei processi principali dell'iter di elaborazione dei dati previsionali futuri in termini economici-finanziari. Questi assumono una certa rilevanza, solo se vengono delineati e chiariti i presupposti e le diverse assunzioni formulate di base che derivano da una procedura di valutazione coerente con le assunzioni stabilite. Gli elementi circoscritti nel documento, dovranno essere semplici dal

punto di vista formale ossia potranno consentire di appurare come dalle scelte strategiche o azioni pianificate si potranno ottenere delle previsioni prospettiche dal punto di vista quantitativo. Dal punto di vista quantitativo il piano riporta la stima in sintesi delle differenti proiezioni economiche e gli assunti di fondo elaborati esplicitati in termini patrimoniali e finanziari. Questa costituzione prospettica, relativamente alle diverse proiezioni economiche e finanziarie elaborata viene strutturata e parte da una analisi e valutazione delle componenti di costo in modo efficiente ed accurato per poi poter delineare i flussi reddituali positivi programmati e previsionali con un approccio sistemico prudentiale. Così facendo da poter stabilire il punto di interesse nel quale le differenti risorse strategiche societarie trovano un bilanciato punto di incontro e di equilibrio finanziario.

Nello specifico attraverso modelli quantitativi di calcolo, sarà possibile determinare l'andamento previsionale di ciascuna posta di bilancio in relazione alle differenti finalità che si intenderanno perseguire dal punto di vista strategico. Sulla presa in considerazione delle differenti azioni ed ipotesi sostanziali sarà possibile poter elaborare e determinare il conto economico previsionale ed uno stato patrimoniale relativamente al fabbisogno di cassa per il periodo della messa in atto del piano industriale. Una volta definite le principali elaborazioni o previsioni dal punto di vista economico-finanziario prospettiche, verrà perseguita una riclassificazione efficiente in modo da delineare una coerente analisi di struttura mediante indici di solidità, di liquidità e flusso. Le stime dal punto di vista numerico relativamente ai prospetti quantitativi di stato patrimoniale e conto economico potranno essere formulate sulla base di un arco temporale differente che potrà essere mensile, trimestrale, semestrale o annuale, in relazione ad una valutazione adeguata dei flussi di cassa. Sarà possibile inoltre prevedere obiettivi intermedi parziali da dover conseguire nell'arco del piano, così facendo da poter attuare una procedura di controllo e monitoraggio più efficace. Nei prospetti di risanamento societario, molto spesso sono gli interlocutori finanziari che stabiliscono i principali obiettivi parziali da dover conseguire per poter tenere sotto controllo il piano ben formulato. Nella redazione dei prospetti industriali bisogna che si presenti una certa omogeneità tra le differenti voci contabili, per poter conciliare da un lato i dati previsionali prospettici con i dati storici, sarà necessario inoltre prevedere una certa uniformità circa i

principi contabili utilizzati per la redazione dei prospetti di bilancio <sup>61</sup> . Una differenza sostanziale significativa, tra i principi contabili delineati dovrà essere definita nonché specificata nella parte descrittiva del prospetto o documento imprenditoriale. Dal punto di vista operativo, alla luce di quanto stabilito possiamo sostenere che un fatto di notevole rilevanza da dover prendere in considerazione sia, lo scostamento o differenza delineata tra i dati definiti dalla messa in atto dell'attività imprenditoriale rispetto a quanto prevede il progetto societario che presupporrà concreti interventi da per la riformulazione di un'attività imprenditoriale vincente. I diversi processi attuati per perseguire gli obiettivi primari del piano saranno strutturati e definiti dai vertici dirigenziali, i quali si accolleranno il rischio concreto derivante dell'attuazione dell'attività core per promuovere una ridefinizione sostanziale dei processi conseguiti con l'obiettivo di risollevare l'organismo funzionale organizzato da una condizione di disequilibrio economico e finanziario conclamato.

### ***3.3.3. Gli interventi attuabili sul passivo ed attivo societario***

La stima dei singoli asset imprenditoriali potrà essere perseguita in un'ottica liquidatoria o di continuità dei processi sostenuti laddove vengano impiegati metodi patrimoniali che definiscano una rilevante creazione di valore, al fine di assumere una posizione strategica favorevole sul mercato di riferimento. Per una valutazione efficace ed efficiente dei singoli asset, si dovrà prendere in considerazione il valore di mercato e se questo non fosse disponibile si potrà fornire un'adeguata valutazione sulla base del valore o costo corrente, valore d'uso. Per una stima o valutazione delle poste l'approccio aziendale generale di mercato definisce il valore di un elemento o bene immateriale, sulla base di mercati attivi, comparando e commisurando processi di valutazione protratti nel corso degli esercizi su beni simili o identici. Un mercato attivo viene delineato dallo scambio o presenza di beni omogenei, inoltre si potranno trovare compratori e venditori in qualsiasi momento, saranno disponibili prezzi pubblicamente.

---

<sup>61</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

Nel caso in cui venga definito un processo di liquidazione, il valore delineato dal mercato, rifletterà la prospettiva del massimo e miglior uso e questo referente teorico di riferimento prenderà in considerazione il potenziale di mercato di un certo bene o prodotto, separando l'elemento dal contesto in cui è nato e si è sviluppato nel corso degli esercizi futuri. Questo significa che la valutazione del valore di realizzo dovrà essere effettuata prendendo in considerazione solo il bene in questione senza l'influenza di fattori specifici dell'impresa target e dovrà integrare gli effetti di risultato delle sinergie commerciali, industriali e produttive del settore di appartenenza (sinergie generali). Nel caso in cui venga effettuato e portato avanti un processo di liquidazione in un arco temporale abbastanza rapido, sarà possibile stabilire uno sconto rispetto al prezzo definito. La componente di costo di sostituzione stabilisce il valore, sulla base dell'entità di costo da dover sostenere per la sostituzione dell'elemento in economia quale alternativa all'acquisto sul settore e prendendo in considerazione il valore a nuovo e sottraendo una quota a titolo di deperimento fisico e obsolescenza economica/operativa. Nella situazione in cui il soggetto economico sia afflitto da un disequilibrio sul piano finanziario ed economico, questo abbattimento sostanziale potrà essere favorito ed aumentato dalla presa in considerazione delle situazioni di inefficienza che deriveranno da un sottoutilizzo degli asset. Il valore viene stabilito sulla base dei flussi economici e finanziari attesi dall'attività imprenditoriale, in relazione alle diverse possibilità di utilizzo del bene e prodotto. Nella situazione in cui ci si trovi a far fronte a condizioni patologiche di dissesto finanziario, si potranno operare riduzioni sostenute dei flussi sulla base di concreti interventi di rettifica per poter definire gli effetti negativi, monitorare e misurare le principali componenti di inefficienza che hanno portato la realtà societaria ad una condizione di disequilibrio rilevante. I principali interventi sul piano patrimoniale, potranno essere riconducibili a differenti componenti, i quali prenderanno come punto di riferimento differenti fattori<sup>62</sup>:

- *Immobilizzazioni Materiali*: Per quanto riguarda le immobilizzazioni materiali, il plusvalore contabile dovrà essere rapportato al valore di mercato definito, qualora sussista un mercato affidabile di riferimento. In una situazione di liquidazione l'individuo professionista non avrà

---

<sup>62</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015

come finalità principale la determinazione di un valore potenziale ma di un valore rilevante liquidabile sul breve termine, poiché in questo caso non sussiste il requisito dell'indipendenza e di un'equilibrata possibilità di negoziazione tra le parti interessate. In questo modo il valore di mercato sarà definito dal settore di appartenenza più sfavorevole, definite le tempistiche per concludere l'operazione di cessione del bene.

Nel caso in cui venga definita una situazione di continuità, il professionista dovrà prendere in considerazione anche la derivazione di un valore in surplus che il settore riconoscerà in relazione anche dell'unit of account che condiziona questa stima o valutazione. Nella situazione in cui venga a mancare un settore o mercato di riferimento, questa componente valutativa dovrà essere comparata anche con la componente di costo di sostituzione o con un valore recuperabile mediante l'utilizzo. Nelle realtà societarie che presuppongono una situazione di dissesto conclamato, la componente strumentale non procede a pieno regime e di conseguenza nella valutazione del valore d'uso l'individuo professionista dovrà prendere in considerazione un certo sottodimensionamento delle differenti sinergie che rendono possibile l'operato dei processi di trasformazione fisico-tecnici.

- *Rimanenze di Magazzino:* Per una stima concreta o valutazione del magazzino, il referente concettuale potrà essere stabilito dal presunto realizzo per quanto riguarda i prodotti finiti e le merci, invece per quanto riguarda le materie prime si prenderà in considerazione la componente di costo di sostituzione in una logica concreta di continuità ed il valore strettamente collegato o diretto di realizzo in una logica di liquidazione. Per un monitoraggio corrente, relativamente alla consistenza iniziale e finale delle giacenze di magazzino si può prendere in considerazione un processo di campionamento sul piano fisico o mediante coadiutore, oppure verificare sempre su base campionaria le informazioni ricevute imprenditoriali. Il professionista dovrà prendere in considerazione determinati tipi di rischio, legati: alla deperibilità dei materiali, tempi di realizzo, componenti di costo rilevanti per procedere alla conservazione, spese di vendita legate al packaging, trasporto ecc. Si dovrà prendere in considerazione oltremodo la possibilità o convenienza ad effettuare concreti processi di trasformazione, per quanto riguarda le materie prime, semilavorati in prodotti finiti ed in questo caso dovranno essere sottratte le componenti di costo relativi ai principali processi di lavorazione e trasformazione fisico-tecnici.
- *Crediti Commerciali:* La presa in considerazione del metodo di valutazione patrimoniale, prevede una rettifica delle voci di credito commerciali, nel caso in cui dai principali elementi

contabili espressi venga delineato un margine o stima del rischio di insensibilità inadeguata. I principali elementi che contraddistinguono una crisi societaria conclamata, ossia quei fattori che hanno condotto ad un peggioramento dei flussi reddituali creati all'interno dell'entità economica, nella maggioranza dei casi si definiscono insufficienti accantonamenti per una componente di rischio di insolvenza o un rischio di tipo valutativo. In ogni caso il soggetto professionista dovrà porre particolare attenzione alla componente qualitativa delle voci di credito Intercompany o delle componenti di credito rilevate e create nell'ambito relazionale con soggetti correlati. Nel caso in cui venga messo appunto un reale processo societario liquidatorio, il professionista dovrà sostenere sul piano strutturale analitico un monitoraggio del valore programmabile e realizzabile, sulla base delle richieste da parte dei differenti soggetti debitori relativamente a sconti e riduzioni. Il professionista inoltre dovrà conoscere ed appurare il tasso di insolvenza delle componenti di credito commerciale che l'entità economica ha sofferto negli ultimi 3-5 anni.

- *Debiti Commerciali:* Una pecuniale ed accurata procedura di valutazione dei debiti commerciali presupporrà nella fase iniziale o preliminare l'accertamento dei piani o documenti giustificativi del rapporto o legame di natura debitoria e dei fattori che concernano la scadenza e le differenti modalità di regolamento. Il professionista dovrà effettuare e valutare la concreta ed effettiva esigibilità del valore nominale contabile, promuovendo con lo scorporo degli interessi impliciti che dovranno essere stimati e sottoposti ad una valutazione sulla base del valore corrente dei debiti. Nel caso in cui si debba dover affrontare una situazione patologica che comporti squilibri e inefficienze rilevanti, una valutazione dei debiti commerciali comporterà la possibilità o necessità di procedere con uno specifico aggiornamento di ogni situazione debitoria con il conseguente pagamento di oneri finanziari originati sulla base di specifiche clausole o direttive contrattuali con gli individui fornitori, banche, clienti ecc.
- *Partecipazioni:* Un processo valutativo operato di tipo analitico, presupporrà l'espressione a valori correnti delle partecipazioni iscritte nella voce dell'attivo. La valutazione sostanziale di questo valore può essere derivata in modo differente a seconda che le partecipazioni in possesso siano capaci o meno di conferire il potere di controllo dell'entità economica d'impresa partecipata sulla base della sussistenza evidente di problematiche relative allo smobilizzo di investimenti. Un referente concettuale di tipo indiretto presuppone che l'iter



valutativo di stima venga predisposto in differenti fasi ed in più momenti valutativi: il conseguimento di criteri di valutazione ben prestabiliti di fondo e la valutazione delle rettifiche da operare a questo fondamento di valore, in relazione alle caratteristiche proprie delle partecipazioni. La definizione delle caratteristiche inerenti alla rettifica, si ricollega anche alle peculiarità essenziali della partecipazione:

- Nella condizione di strumenti capaci di stabilire l'esercizio dei poteri di governo dell'unità imprenditoriale partecipata, alla base di valore il professionista deve sommare un "premio di controllo",
- Nel caso di pacchetti non idonei a favorire l'esercizio dell'attività di governo dell'unità aziendale partecipata, alla base il plusvalore del professionista dovrà sottrarre uno "sconto per mancanza di controllo" e, se ricorre, uno "sconto per mancanza di liquidità". La condizione patologica conclamata in cui giace l'impresa sarà sottoposta ad un controllo monitorato di tipo analitico, nel caso in cui l'attività imprenditoriale venga protratta oppure in una prospettiva di liquidazione societaria. Nella prima situazione presa in considerazione, il valore delle partecipazioni sia in linea ed omogeneo con quello di mercato nella condizione in cui venga stabilita un'acquisizione degli asset presi in analisi e non si rilevi differenze sostanziali con la valutazione promossa, nel caso societario in un contesto di equilibrio economico e finanziario. Una situazione di inefficienza patologica rende essenziale un rapido smobilizzo promosso a livello d'investimento, il professionista liquidatore dovrà prendere in considerazione la possibilità di un certo ritorno marginale relativamente all'investimento, inferiore a quello operato. Da un punto di vista razionale, la logica della liquidazione presuppone che la partecipazione venga effettivamente stimata e valutata al suo valore di realizzo per stralcio, secondo un referente concettuale maggiormente orientato all'effettuare un processo valutativo prudentiale e per eludere sopravvalutazioni inefficienti ed inopportune dei valori in sede di un effettivo pagamento degli individui creditori e di distribuzioni ai soci. Un iter di liquidazione potrà essere di differenti tipi, ossia potrà essere ordinario oppure forzato:
- Nel caso di un processo liquidatorio di tipo ordinario, il valore di fondo della partecipazione verrà definito come un plusvalore di realizzazione prendendo in considerazione un arco temporale ritenuto ragionevole ai fini dell'individuazione di un potenziale acquirente e di una stima o determinazione di un plusvalore di realizzo favorevole.

- Nel caso in cui venga predisposta una liquidazione forzata, si presuppone una certa impossibilità nel disporre di un arco temporale adeguato ed effettivo a massimizzare il valore o plusvalore di realizzo. In questa circostanza, l'individuo professionista dovrà prendere in considerazione un significativo sconto per una mancanza sostanziale di liquidità del titolo.

### *Titoli ed altre attività finanziarie*

Per una valutazione accurata dei titoli ed altre attività finanziarie da dover prendere in considerazione, bisognerà stabilire in una fase iniziale e differenziare i diversi prodotti finanziari sulla base della quotazione o meno. In caso di titoli ed altre attività quotate in mercati regolamentati, la primaria stima o valutazione verrà effettuata sulla base del listino alla data di valutazione corrente. Queste pecuniarie attività, in quanto quotate presentano gli elementi basilari o requisiti minimi per un possibile smobilizzo effettuato in tempi relativamente brevi<sup>63</sup>. La condizione di disequilibrio o inefficienza societaria imprenditoriale può presupporre un anticipo circa il disinvestimento con una sostanziale riduzione del valore assegnato, in relazione a quanto sostenuto in precedenza. Nel caso di titoli ed altre attività specifiche non quotate in mercati regolamentati, il soggetto liquidatore non dovrà operare rettifiche sostanziali al valore esplicitato in bilancio se i tassi che presuppongono flussi reddituali positivi sono allineati con quelli del settore o mercato di appartenenza. In modo differente si dovrà prevedere un ripristino e ridefinizione del valore dell'investimento iniziale, attualizzando i flussi collegati all'investimento al tasso definito dal mercato. Per le diverse operazioni di investimento non quotate in mercati regolamentati, bisognerà prendere in considerazione inoltre e tenere ben presente anche l'influenza generata sul valore degli stessi derivante dalla presenza o sussistenza di scarsa liquidità. In caso di un processo liquidatorio forzato da parte dell'impresa, la prospettiva programmata di uno stralcio effettivo rende ancora più rilevante l'importanza di poter effettuare disinvestimenti in modo tempestivo e corrente, in questa logica sarà opportuno prendere in considerazione in una valutazione concreta una decurtazione rappresentativa della difficoltà relativamente al tempestivo ed economico smobilizzo.

---

<sup>63</sup> S. Catuogno, *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, 2016

### *Oneri Pluriennali e beni immateriali*

Nelle realtà imprenditoriali in crisi, che giacciono in una condizione di inefficienza conclamata, possiamo assumere che in una prospettiva di continuità effettiva, tutti i differenti elementi immateriali se protetti sotto il profilo giuridico o comunque effettivamente separabili da un contesto inerente al patrimonio societario, saranno suscettibili di un processo valutativo efficiente ed efficace. In una circostanza di liquidazione corrente, solamente alcuni elementi o beni immateriali saranno soggetti ad un'effettiva valutazione, come potranno essere: i brevetti, software, marchi ecc. In un procedimento liquidatorio prestabilito e ben avviato solamente alcuni fattori o voci contabili sono misurabili, i quali potranno essere: brevetti, software, marchi. Altri elementi come il know how proprietario ed il capitale umano e organizzativo, perderanno un conseguente margine di valore essendo incorporato all'impresa. I differenti oneri pluriennali, presenti sul bilancio di esercizio dovranno essere svalutati poiché relativi ad un procedimento contabile di allocazione nel tempo di costi anticipati che nella situazione conclamata patologica di crisi viene ostacolato ed interrotto. I differenti oneri pluriennali sono sottoposti ad un decremento o perdita di valore quando fanno riferimento ad oneri che non presuppongono o apportano benefici futuri sostanziali, come la spese di impianto o di ampliamento. Possiamo sostenere invece che se apportano benefici futuri come le differenti spese di sviluppo, l'entità misurabile di valore sarà incorporato all'interno della stima propria dei beni immateriali identificabili in modo autonomo.

Quando i differenti beni immateriali sono sottoposti ad una concreta valutazione in un'ottica di liquidazione, l'individuo professionista o liquidatore dovrà prendere come punto di riferimento "il valore determinato dal mercato ", seguendo la prospettiva del massimo o miglior uso possibile. Per esempio se un elemento o bene immateriale viene impiegato dall'impresa target in un settore di apparenza particolarmente ristretto, il suo valore proprio di realizzo dovrebbe incorporare il differenziale che deriva dall'estensione geografica al netto dei principali e determinanti investimenti necessari ad essere effettuati. Quando i differenti elementi immateriali sono presi in considerazione e stimati in una logica di continuità aziendale, l'individuo professionista dovrà perseguire ed operare valutazioni sulla base del valore d'uso o costo corrente. Con il referente concettuale del "valore d'uso", il soggetto

professionista sarà preso in considerazione per una valutazione della vita economica e sulla base dei differenti benefici futuri attesi dall'uso del bene ed il conseguente tasso di attualizzazione. Tra i principali metodi di valutazione operati ed operabili vengono definiti quelli i cui imput derivano e definiscono dati di mercato assunti da fonti indipendenti, quali potranno essere i criteri del tasso di royalty o sulla base di contratti di licenza in vigore sul settore o mercato operativo. Altri metodi impiegati e spendibili, potranno essere il premium profit ed il multi period excess earnings. Quest'ultimo metodo viene predisposto e programmato al fine di valutare i differenti beni immateriali che vengono ottimizzati in modo congiunto con altri beni o elementi primari, ad esempio i processi di R&S in corso o le relazioni con i clienti<sup>64</sup>. Nella situazione in cui un'entità economica sia afflitta da inefficienze sistemiche conclamate, l'individuo professionista dovrebbe correlare al bene immateriale un ciclo di vita economico definito, anche se non si rilevano pecuniali situazioni che presuppongono limitazioni di fondo circa la protezione legale o circoscrivono in modo temporaneo il ciclo di vita, in ogni circostanza comunque la vita utile dovrà essere correlata al più breve arco temporale che dovrà essere definito dalla durata protezione legale e la durata dello sfruttamento commerciale. L'entità dei flussi risente molto la situazione valutativa conseguita, in una condizione di crisi sostanziale l'individuo professionista dovrà tener conto dei tempi che intercorrono dalla manifestazione della situazione patologica conclamata al momento dell'incarico o rapporto assunto. Possiamo delineare la situazione in cui un marchio per esempio nel momento in cui l'impresa è in una condizione di normale funzionamento non presuppone un sostanziale deperimento economico del bene immateriale, invece nella condizione in cui l'elemento immateriale cesserà di essere impiegato nelle attività imprenditoriali, tenderà immediatamente a deprimersi. Nel caso di imprese che presentano condizioni di inefficienza correnti, i flussi delineati dovranno essere delineati in base al loro valore intrinseco del bene, senza prendere in considerazione o integrare sinergie commerciali ed industriali che derivano da soggetti esterni in grado poi di valorizzare in modo ottimale l'investimento. I differenti flussi dovranno essere derivati e delineati al netto delle imposte, per esempio le royalty saranno valutate e misurate al netto degli oneri tributari e attualizzate con un tasso al netto dello scudo fiscale sugli interessi stabiliti. Nella valutazione di un tasso di

---

<sup>64</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli

attualizzazione, viene incorporato un premio per il fattore di rischio che sarà correlato alla sospensione o decremento dell'attività imprenditoriale. Nella situazione in cui il bene immateriale è correlato ad un determinato ramo imprenditoriale, l'individuo professionista dovrà far riferimento al costo medio del capitale del ramo societario. Con il referente concettuale del "costo corrente", bisognerà valutare oltremodo i costi interni di sviluppo e riproduzione dell'elemento immateriale, delineati per ottenere sulla base di una funzionalità diretta uno specifico beneficio relativamente al bene oggetto di valutazione. Sulla base di una condizione rilevante di discontinuità, questo criterio o referente teorico concettuale sarà equivalente a definire o stimare il risparmio dell'acquirente pari agli interventi esplicitati in investimenti, che dovrebbero essere assunti per una sua riproduzione.

Il referente o modello concettuale economico di riferimento del costo potrà essere applicato a beni ed elementi come il software o le differenti piattaforme commerciali, per cui sarà possibile ristabilire e ripristinare il piano relativo agli investimenti effettuati per la loro realizzazione ed appurare a quali investimenti si andrebbe incontro se il soggetto economico dovesse prendere in considerazione l'idea di sostituire i diversi beni presi in considerazione. Una volta definito il valore corrente a nuovo occorre stabilire un processo di assestamento per il decremento di valore dovuto ad elementi o fattori di obsolescenza economica finanziaria su basi funzionali e tecnologiche, questo in ugual modo equivale a sostenere che bisogna operare una sottrazione dei "costi incurabili", ovvero i fattori di costo sostenuti senza alcuna possibilità di essere recuperati in modo diretto. In una valutazione degli elementi immateriali, il professionista insieme al valore d'uso o costo di sostituzione dovrà tener conto del relativo beneficio esplicitato dalla deduzione delle quote di ammortamento (*tax amortization benefit* o TAB)<sup>65</sup>. Il Tab non va sommato al valore sostanziale rilevato con il referente concettuale di mercato, poiché il prezzo delle transazioni similari terrà conto già dei differenti benefici fiscali operati.

## Avviamento

---

<sup>65</sup> S. Catuogno, *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, 2016

Una valutazione dell'avviamento potrà essere effettuata in relazione alle procedure di ristrutturazione dell'entità economica e quindi sulla base di una riconversione della situazione patologica di crisi conclamata, non facendo però riferimento a condizioni liquidatorie dei singoli rami societari, oggetto di ristrutturazione sostanziale e di una possibile operazione di cessione, nel caso in cui si presenti un processo liquidatorio giudiziale. In una valutazione sostanziale del valore intrinseco, derivato prendendo in considerazione, la continuazione dell'attività imprenditoriale corrente, il valore di avviamento dovrà integrare in modo esclusivo il fattore going concern societario oggetto di analisi e valutazione, se esistente.

Queste peculiarità dovranno essere concretamente stabilite e comunicate, nella situazione in cui verrà redatta la relazione di stima, al soggetto destinatario dell'analisi e valutazione. In ogni caso l'individuo professionista dovrà procedere con una riduzione o svalutazione opportunamente operata per il valore di avviamento derivato, che sussiste in bilancio poiché già integrato nel valore di avviamento iniziale e adesso individualmente valutato sulla base del valore delle partecipazioni.

### *Debiti Finanziari*

Le differenti passività dovranno essere valutate sulla base dell'entità di valore presumibile di estinzione, questo comporterà, in sede di una valutazione ben operata e promossa, una rideterminazione degli importi da corrispondere in ugual modo ai soggetti creditori, nel momento in cui si prevede che verrà estinto il debito. Nella situazione in cui le condizioni di insolvenza imprenditoriale presuppongano addizionali esborsi sul piano sanzionatorio, questi dovranno essere integrati nella stima del processo di valore corrente, in modo unitario ai differenti oneri di estinzione relativamente alle passività.

Il processo di stima o valutazione delle voci di debito onerose, presuppongono il reperimento dei tassi correnti ed attuali di settore o mercato da correlare a quelli contrattuali, oltremodo si renderà necessario effettuare una valutazione del valore corrente delle voci di debito onerose, prendendo in considerazione i tassi correnti del mercato. Nella condizione in cui le differenti entità economiche siano in crisi, l'individuo professionista dovrà prendere in considerazione un eventuale impatto sostanziale su accordi ben stabiliti tra creditori e debitori

promossi al fine di poter conseguire una ristrutturazione o una rinegoziazione del debito. Una ristrutturazione sostanziale delle voci di debito potrà essere promossa mediante un accordo tra soggetto debitori e creditori, protratto al fine di ottenere una modificazione sostanziale dei termini di debito originari, in cui l'individuo creditore potrà rinunciare a questi diritti sostanziali previsti dai vincoli o condizioni contrattuali iniziali a favore del debito. Sulla base di termini valutativi esplicitati, questo accordo o legame potrà definire un incremento circa il valore economico dell'entità del debito, rispetto ad una situazione ante il processo di ristrutturazione. Tra i possibili processi di intervento attuati, si definirà un decremento dell'ammontare del capitale da dover rimborsare, circa una riduzione dell'importo relativamente agli interessi maturati e non ancora corrisposti che matureranno in una condizione successiva al processo di ristrutturazione societaria e la modifica dei tempi relativamente a pagamenti effettuati. I differenti legami promossi al fine di una rinegoziazione del debito non presuppongono vantaggi sostanziali per l'individuo debitore, ma potranno concretarsi in spostamenti effettivi, delle scadenze differenti di pagamento o relativamente agli oneri finanziari da dover commisurare in modo successivo ad un accordo stipulato e prestabilito. Nel caso in cui il soggetto debitore verta in una situazione finanziaria grave e critica, la rinegoziazione del fattore di debito potrà stabilire un incremento dell'onerosità rilevabile, per esempio attraverso un aumento sostanziale degli interessi negativi da dover commisurare al soggetto creditore.

### ***3.3.4. Riassetto economico, organizzativo e rapporto con gli intermediari finanziari***

Ogni entità economica ha come finalità principale quella di far crescere il proprio core business, fino ad una crescita sistemica rilevante, che si ritenga ottimale per la creazione di un certo valore all'interno del mercato di riferimento nel quale opera. Queste operazioni del soggetto economico la maggior parte delle volte sono raggiungibili, altre volte invece si dovranno coordinare con fattori interni o esterni all'attività societaria che potrebbero compromettere in modo differente la crescita dimensionale dell'entità economica, sino al punto di annullare ogni creazione di valore o nei casi più critici deteriorare quello inizialmente

creatosi. In queste situazioni il soggetto economico, che mira a non cessare la sua attività ed a rimanere operativa sul mercato di riferimento dovrà adottare per poter continuare ad essere operativo sul settore in cui opera, “percorsi o processi di ristrutturazione ben organizzati o turnaround “<sup>66</sup>.

Un processo di turnaround viene ottimizzato quando di fatto la realtà societaria, giace in una situazione patologica di declino conclamato. Queste situazioni prese in considerazione potranno essere differenti secondo referenti concettuali aziendalistici, ossia la condizione di declino si verificherebbe quando un’entità economica non produce più un certo plusvalore all’interno del mercato e sostanzialmente perde la sua capacità primaria di rendere disponibili flussi positivi reddituali in modo corrente sul mercato. La crisi consisterebbe in una manifestazione ulteriore delle performance negative da parte dell’entità economica di riferimento, con effetti esterni anche critici come la perdita di fiducia e del credito della comunità finanziaria. Queste differenti assunti di fondo che possono essere arginati in modo diverso, si rifletteranno anche sui processi di turnaround, poiché nelle diverse casistiche di declino per il rilancio immediato dell’entità economica si potranno anche non rendere necessari per forza “sacrifici correnti ai portatori di interesse “. Quali per esempio potranno essere la semplice derivazione e definizione di nuovi obiettivi di gestione, la condizione di controllo e miglioramento dei diversi servizi prodotti sul mercato, l’ammodernamento degli impianti ecc. Nell’ottica di crisi i sacrifici che i diversi portatori di interesse dovranno affrontare, saranno inevitabili e si presuppone via via una necessaria ricapitalizzazione a livello societario, la cessione di società controllate o di partecipazioni societarie, la variazione della compagine societaria, un cambiamento sul piano manageriale sostanziale ecc. La distinzione ben delineata, assume una rilevanza fondamentale a livello giuridico poiché fin dall’inizio si potrà stabilire che un processo di turnaround di un’entità economica in declino possa comportare l’assunzione di differenti scelte interne. Oltremodo quello di un soggetto economico in crisi richiede la negoziazione, conclusione ed esecuzione di legami ed accordi non semplicistici con numerosi individui estranei alla realtà societaria, ed in primo luogo con i propri soggetti creditori. Ogni entità economica, solitamente assume crediti nei confronti non

---

<sup>66</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d’impresa e monitoraggio di vitalità - L’approccio sistemico vitale per l’analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016



soltanto di determinati intermediari finanziari ma anche creditori minori. Tra i differenti creditori che potrebbero essere integrati in un processo di Turnaround, vi sono i diversi fornitori del soggetto economico. I creditori minori saranno meno incentivati ad essere integrati in un iter di Turnaround in relazione ad un determinato periodo o arco temporale, inoltre i fornitori non possiedono a differenza di specifici intermediari finanziari gli strumenti per operare una buona copertura del rischio legato alla continuazione nel corso degli esercizi dell'attività imprenditoriale, dunque saranno meno propensi a partecipare a veri e propri accordi di risanamento societario.

Le attività di negoziazione stabilite per completare ed ottimizzare una procedura di Turnaround sono complesse e presuppongono l'intervento sostanziale di specifici legal advisor, comportando così entità di costo non piccole da sostenere che molte volte assumo dimensioni importanti in relazione al credito vantato. In conclusione la negoziazione di un processo di risanamento societario ben organizzato, rende necessario per il suo successo una certa efficienza ed efficacia circa l'organizzazione ed il coordinamento dei differenti creditori non solo con l'entità economica in crisi ma anche al suo interno, questo coordinamento sarà possibile quando la maggior parte dei soggetti creditori dell'organismo funzionale organizzato, sono rappresentati da banche visto il legame centenario di collegamento e coordinamento reciproco. Risulta difficile invece, stabilire un legame di questo tipo con i soggetti fornitori, vista la loro non organizzazione basilare programmata, ed appurati i diversi interessi specifici non strettamente omogenei ed equivalenti tra loro. Sussistono poi altri soggetti terzi da dover concretamente organizzare, che potranno intervenire nella negoziazione e strutturazione di un iter di risanamento ben strutturato e tra questi assumono un ruolo determinante specie nelle entità economiche in crisi medie e grandi, i lavoratori e le differenti organizzazioni sindacali. I prospetti che definiscono uno specifico piano di risanamento societario, porteranno ad attuare come primo intervento sostanziale un decremento del personale impiegato, una cessione a terzi di rami societari e dei dipendenti di questa. Un processo di turnaround imprenditoriale di un'entità economica in crisi potrà prevedere per una sua realizzazione, l'erogazione di nuovi crediti al soggetto economico (ossia una nuova finanza disponibile) da individui differenti dai soci e sotto forma di capitale di credito e non di rischio come in genere avviene durante le operazioni di aumento del capitale imprenditoriale. Nella maggior parte dei casi è necessario che i diversi creditori esistenti, si astengano per un determinato lasso di tempo dal richiedere e rilevare il rientro

dell'esposizione debitoria del soggetto economico in crisi e dunque dispongano quella che gli individui operatori denominano come una moratoria o standstill<sup>67</sup>.

Molte volte questo processo inoltre richiede che gli individui creditori rinuncino ad una parte dei loro crediti, nei confronti del soggetto economico in crisi e promuovano quello che verrà definito uno stralcio sostanziale della vecchia finanza. In questi casi dovranno inoltre intervenire le banche, esse normalmente saranno portatrici della maggioranza del credito di cui il soggetto economico in crisi sarà debitrice. Senza i loro processi di intervento sostanziali, nessuna delle diverse operazioni sarebbe possibile, non sarebbe facile inoltre reperire nuovi partner disponibili ad entrare nella compagine societaria e si porterebbe la realtà imprenditoriale verso una via del fallimento quasi certa. Il ruolo assunto dagli intermediari finanziari, potrà essere rilevante anche sotto un altro profilo, ossia gli specialisti hanno infatti da tempo rilevato che tutte le volte in cui un soggetto economico versa in una condizione di inefficienza conclamata relativamente a fattori interni il management è restio a stabilire lo stato di performance negativo. La mancanza di una corrente e tempestiva dichiarazione di crisi imprenditoriale, potrà portare tuttavia ad una condizione difficile ed irreversibile da poter sanare. Gli intermediari finanziari, quali possono essere le banche sono spesso e volentieri soggetti in grado di monitorare l'andamento che può prevedere rilevanti gap di mercato ed essere quindi negativo, oppure positivo, delineando nell'organismo societario flussi reddituali positivi. Molto spesso si è in grado di avviare un processo di monitoraggio interno all'impresa, per determinare la posizione assunta dall'organismo funzionale sul mercato, in relazione all'entità di credito elargito. In questo modo sarà possibile stabilire o meno la posizione di insolvenza societaria e richiedere l'adozione di un piano di risanamento a livello globale, che permetta il ripristino di un certo plusvalore all'interno dell'entità, capace di far riottenere un certo vantaggio misurabile rispetto ai differenti competitors. Gli individui intermediari svolgono anche un'operazione di monitoring successiva all'adozione di accordi o piani di risanamento societari che viene operata attraverso una verifica sostanziale del rispetto del programma di risanamento imprenditoriale. Su queste assunzioni estrapolate possiamo sostenere che le banche nella realtà societaria assumo un ruolo critico, poiché sono

---

<sup>67</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015

protagoniste nei differenti processi di negoziazione dei contratti attuati per un conseguente processo di turnaround e stabiliscono un iter di verifica interna circa le diverse fasi di esecuzione dei contratti.

Il sistema italiano è caratterizzato da una forte relazione tra banche ed imprese, questo referente risulta essenzialmente banco centrico, in quanto né gli intermediari bancari e né la Borsa sono riusciti nel corso degli esercizi ad assumere una posizione dominante, sul piano finanziario. L'Italia risulta essere un paese popolato principalmente da PMI, nelle quali però non sussiste la capacità primaria di accedere in modo diretto al mercato di capitali ed inoltre l'assetto proprietario su base familiare presuppone una minor inclinazione alla quotazione borsistica. Questa situazione se da un lato offre un'ambiente sicuro, dall'altro dà luogo ad un potenziale conflitto di interessi, ossia un intermediario finanziario potrebbe assicurare una certa entità di credito non solamente in ragione di uno specifico merito creditizio, ma sulla base di certi legami esistenti stabilendo così un incremento sostanziale delle inefficienze relative al mercato in cui opera e limitando la concorrenza potenziale. Va specificato come in questa situazione un malfunzionamento del settore bancario, porterà a rilevanti inefficienze sulle imprese stesse poiché l'organismo funzionale che protrae nel corso degli esercizi le differenti attività in linea con il core business societario è strettamente connesso da un legame inscindibile con l'intermediario finanziario. Banca e impresa infatti prosperano insieme durante fasi ben distinte di crescita economica e del credito, mentre soffrono durante le fasi di recessione. I differenti fattori di inefficienza all'interno di una realtà aziendale, stabiliscono una concreta esposizione al rischio per l'istituto bancario, poiché sussiste la possibilità di non poter ottenere un completo rimborso del prestito erogato precedentemente. Gli intermediari finanziari potrebbero compromettere i loro progetti primari di investimento mediante uno shock sostanziale dell'offerta di credito. Successivamente alla diffusione degli effetti negativi della crisi anche nel contesto italiano, imprese e famiglie hanno vissuto in prima persona vicende negative che hanno preso in considerazione le banche a causa della loro dipendenza in modo diretto da essi e dalla difficoltà riscontrata da parte di tali soggetti economici nel poter reperire la liquidità da sistemi addizionali di finanziamento.

La corrente situazione del credito bancario in Italia, presuppone l'effetto congiunto di due tendenze le quali potranno essere: da un lato imprese e famiglie presuppongono una minor richiesta di prestiti rilevanti per poter finanziare le spese di consumo ed investimento a fronte

del corrente decremento dei redditi reali introdotti dall'inflazione. Dall'altro lato le banche stabiliscono una stretta creditizia, legata all'aumento del fattore di costo conseguente alla raccolta, nonché dalle successive ripercussioni della crisi del debito sovrano, le quali hanno portato gli intermediari finanziari a prendere in considerazione criteri di selezione ben ottimizzati e rigidi ed a valutare con maggiore attenzione i reali rischi della controparte. Con il conseguente scoppio della condizione di crisi, l'erogazione del credito elargito, da parte dei differenti intermediari finanziari, ha portato ad una notevole decelerazione, dal 2007 la crescita del credito attribuita alla clientela privata e non finanziaria ha subito un notevole decremento del 12% rilevandosi pari a zero nel 2010. Nello specifico il decremento dei prestiti attribuiti agli organismi societari e famiglie è stato pari ad il 15% ed al 7,5%, le modalità di assegnazione del credito è stata influenzata da un'operazione congiunta sul piano primario della domanda e dal lato dell'offerta<sup>68</sup>. Facendo riferimento al primo termine, la diminuzione rilevante del fabbisogno finanziario all'organismo funzionale organizzato, derivante a sua volta da un decremento iniziale degli investimenti ed una rivisitazione al ribasso della componente di spesa per il consumo ad opera delle famiglie, hanno costituito una componente determinante. Per quanto concerne il secondo fattore invece un decremento dell'offerta di credito verrà stabilito da una pluralità di fattori. In primo luogo l'aumento del rischio di credito che sarà aumentato dall'incremento conseguente dall'avversione degli istituti di credito al rischio primario. In secondo luogo la condizione di inefficienza sul piano patrimoniale, sarà derivata dagli intermediari stessi in seguito al protrarsi della condizione patologica e dalla difficoltà di essere stabilita nell'accedere a fonti di finanziamento primarie.

Una principale lezione che è possibile delineare dalla recente condizione di crisi, sarà la conferma di come una regolamentazione rigorosa e completa rappresenti una finalità basilare da dover perseguire, al fine di assicurare il buon funzionamento del sistema finanziario creditizio ed evitare in futuro una nuova crisi di liquidità ingente come quella attuale. Le discussioni rilevanti circa i differenti problemi riscontrati sul piano regolamentare e le necessarie correzioni che ad esso dovranno essere apportate, ha impiegato non solo le differenti unità di regolamentazione, ma anche gli stessi operatori sul mercato ed i diversi intermediari finanziari. Il responso è stato immediato e le nuove disposizioni definite mediante

---

<sup>68</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

gli accordi di Basilea 3, rappresenteranno il fulcro portante. Il comitato di Basilea per attuare processi di monitoraggio e vigilanza sul piano bancario, ha strutturato disposizioni mirate a rafforzare le regolamentazioni, la differente gestione del rischio di credito il supervisionamento del settore bancario. Nello specifico le diverse finalità esplicitate mediante questi accordi, prendono in causa un'implementazione sostanziale dell'informativa e trasparenza bancaria, l'ottimizzazione della capacità inerente al settore bancario di far fronte ai differenti shock derivanti da tensioni economiche e finanziarie ed infine il perfezionamento dei sistemi di governance. Seguendo questa direttrice, le diverse riforme incideranno in modo concreto sul piano di regolamentazione microprudenziale, in modo da poter operare un sostanziale consolidamento e rafforzamento degli istituti creditizi per renderli, più stabili sia sul piano macroprudenziale così da poter limitare i differenzi rischi sistemici. I differenti processi di intervento si focalizzeranno in primo luogo sul capitale, del quale si ritiene strumentale e preliminare un incremento non solo della quantità ma anche per quello che concerne la sfera qualitativa, alla luce dell'inadeguatezza dimostrata nel corso della crisi del capitale detenuto dagli istituti creditizi. L'esplicitazione del Capitale, infatti, non era armonizzata e nei fatti, molti degli strumenti esigibili a Patrimonio di vigilanza non sono stati essenziali al fine di poter assorbire le inefficienze sistemiche. Per far fronte a questa problematica rilevante è stato definito il Common Equity Tier 1, " *i.e. the primary quality capital of a financial intermediary, consisting of ordinary shares and reserves of profits, with the specific prediction of deduction systems and the criteria for comparison with other financial instruments* " <sup>69</sup>. Verrà definito che il livello minimo del Common Equity dovrà essere pari ad almeno 4,5 % delle differenti attività coordinate per far fronte al rischio, mentre il livello precedentemente era stabilito a 2,83%.

Inoltre è stato previsto il Capital Conservation Buffer, ossia un cuscinetto addizionale di capitale che avrà come finalità principale quella di assicurare la copertura in momenti o periodi di forte squilibrio e stress. Il suo valore rilevante dovrà essere pari a 2,5% del Common Equity sulla base del rapporto attivo a rischio, gli intermediari finanziari i quali non riusciranno a garantire il raggiungimento di tale soglia, dovranno definire in modo efficiente i limiti diversi in sede di distribuzione degli utili e di acquisizione di azioni proprie.

---

<sup>69</sup> Enrique R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, 2013

## **CAPITOLO 4**

### **4.2 IL PROCESSO DI TURNAROUND**

#### **4.2.1 – La definizione del piano di Turnaround**

L'iter di Turnaround come già sostenuto nei capitoli precedenti, potrà prendere il via sia durante la fase di declino che in momenti successivi quando la condizione patologica conclamata di dissesto sfocia in problematiche sempre più rilevanti ed articolate: nello specifico possiamo sostenere che più le misure e strumenti impiegati tarderanno nel trovare concreta attuazione, più si renderanno necessarie decisioni critiche e diminuirà notevolmente la probabilità di successo. In qualsiasi momento il processo venga conseguito ed avviato, si presenteranno sempre in modo programmato delle fasi tipiche, anche se i differenti casi di recupero e ristrutturazione aziendale saranno diversi gli uni dagli altri. In questa condizione uno dei referenti concettuali generali aziendali ha delineato un percorso o iter ideale, mediante il quale sarà possibile un'implementazione sostanziale delle performance societarie per poter riacquisire un ruolo strategico dominante nel contesto in cui opera la realtà societaria. Nello specifico non sarà rilevante delineare il numero delle fasi programmate, quanto l'ordine logico che si dovrà seguire per poter operare un corretto piano di risanamento societario ed inizialmente l'impresa che verte in una condizione patologica conclamata necessaria ad essere sanata avrà come obiettivo primario la sopravvivenza ed il raggiungimento di flussi di cassa positivi. I differenti flussi positivi potranno derivare ed essere conseguibili mediante la messa in atto di alcune azioni che potranno essere protrate soprattutto in una prima fase di emergenza, le quali potranno essere: il disinvestimento di alcuni processi di fondo o di attività, la scrematura di prodotti, un decremento del personale impiegato nei processi. Delineata questa prima fase si potranno attuare politiche strategiche indirizzate verso vere e proprie finalità di crescita, mediante acquisizioni, lanci di nuovi prodotti ed inserimento in nuovi mercati. In ogni caso le differenti situazioni potranno variare a seconda dei principali obiettivi che decideranno di conseguire i Turnaround Managers, mediante l'impiego collettivo delle conoscenze per poter riallineare in modo corretto i flussi e le diverse attività all'interno di una realtà societaria organizzata per poter riacquisire sul medio

e lungo termine una condizione di equilibrio<sup>70</sup>. Seguendo un modello concettuale articolato e consolidato nel corso degli esercizi, possiamo stabilire che si è cercato di individuare i momenti significati nei quali un piano o processo di ristrutturazione si potrà sviluppare, sostanzialmente la letteratura differisce quattro macro fasi, le quali potranno essere:

- 1- Riconoscimento del declino
- 2- Cambiamento del management
- 3- Processi valutativi ben formulati
- 4- Definizione piano turnaround
- 5- Riequilibrio e ritorno alla crescita

L'iter di risanamento potrà essere suddiviso ulteriormente in un'analisi delle cause e delle determinanti che hanno condotto alla definizione di un piano di risanamento societario, decisione sul rinnovamento o cambiamento dei vertici dirigenziali come segnale di forte ripresa per poter ristabilire la fiducia dei differenti portatori di interesse, valutazione attenta dei fattori o processi chiave quali posizione competitiva, ciclo di vita, struttura del settore per stabilire una miglior risposta ed implementazione del processo di Turnaround. Delineando però che la difficoltà dei contesti nei quali si muovono similari categorie di operazioni e finalità, mal si adatta a rigide suddivisioni e classificazioni, inoltre si darà una descrizione non troppo articolata e schematizzata per permettere di definire le attività core principali di questi processi.

Il riconoscimento di un'entità economica in stato di crisi e dissesto, rappresenta il primo passo per poter attuare e ben programmare un iter di risanamento societario. Il raggiungimento e la successiva ammissione che il soggetto economico è in una fase di declino, rappresenta un fatto assolutamente rilevante: In queste situazioni questo si ritarda parecchio, definendo la condizione negativa di dissesto come un momento o fase normale del ciclo di vita dell'impresa. Nel concludere la condizione di dissesto assunta dal soggetto economico, sarà implicito la conseguente ammissione di errori rilevanti da parte del management, proprio per questo motivo i vertici dirigenziali saranno propensi a dare le più differenti spiegazioni per poter far

---

<sup>70</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015

chiarezza sui risultati negativi, prima di assumersi tutte le responsabilità dell'accaduto. In un'entità economica a conduzione manageriale, la sostituzione di una parte dei vertici dirigenziali o il completo rinnovamento degli individui che attuano le principali finalità al fine di produrre flussi reddituali positivi, rappresenta una condizione o scelta obbligatoria. Figura un'opinione diffusa, quella in cui l'introduzione di un nuovo amministratore delegato in veste di turnaround manager si debba verificare subito dopo il riconoscimento della situazione patologica in cui verterà l'organismo funzionale, sulla base di queste considerazioni spetterà poi a questo soggetto la determinazione o selezione delle idonee o giuste persone ed avrà come obiettivo principale quello di dover far uscire dalla scena i differenti soggetti sbagliati per poter promuovere una cooperazione e coinvolgimento degli individui rilevanti per l'entità economica in modo globale prendendo in considerazione gli obiettivi primari ad essere conseguiti, in linea con il core business societario ed tutti i processi che caratterizzano una realtà imprenditoriale.

Un cambiamento sostanziale della maggior parte dei vertici dirigenziali, non significa operare un processo di rinnovamento che prenda in causa tutti i diversi individui ma si rende necessario delineare un leader capace di avviare un iter di rinnovamento a livello societario in grado di operare un vero e proprio processo di ristrutturazione aziendale, la figura del nuovo ceo dovrà integrare una leadership non egocentrica ma impreso-centrica. Il processo di rinnovamento, si rende necessario poiché il management presente mantiene un comportamento orientato a far affidamento a strategie già consolidate nel corso degli esercizi ed inoltre la reale perdita di credibilità che lo ha condotto ad un insuccesso, mal lo adatta a gestire il problema. I diversi individui che delineano chi dovrà prendere in mano l'impresa in modo diretto oppure indiretto saranno i portatori di interessi (stakeholders), dopo il riconoscimento delle inefficienze che hanno condotto alla situazione patologica necessaria ad essere sanata, si dovrà operare una valutazione o analisi della situazione per poter definire come potrà essere portata avanti l'attività core per il raggiungimento degli obiettivi primari<sup>71</sup>. Si cercherà di operare e garantire una continuazione dei processi aziendali, stabilendo una concreta raccolta di dati disponibili, individuazione delle differenti cause di inefficienza sistemiche e ridefinendo la formulazione di una diagnosi in grado di stabilire un disegno ed un

---

<sup>71</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam



piano d'azione. La finalità principale di questa fase è appurare quali sono le differenti possibilità d'azione per l'entità economica, di conseguire e portare a termine una corretta strategia di Turnaround societario. Se la valutazione conseguita risulterà negativa, bisognerà delineare il modo migliore mediante il quale poter massimizzare le perdite riscontrate (favorire operazioni di cessione aziendale, liquidare o presentare istanza di fallimento ecc.).

Oltremodo per poter operare un adeguato processo di restructuring in grado di risollevere l'entità economica e individuare concreti risultati di fondo, capaci di poter protrarre nel corso degli esercizi futuri l'attività imprenditoriale, sarà necessario redigere un efficace piano di risanamento societario. Questo piano sarà in grado di fronteggiare le diverse inefficienze sistemiche derivate dalla condizione patologica di declino, inoltre si tratterà di un punto d'arrivo efficace da dover conseguire per effettuare diverse operazioni a livello societario, le quali potranno essere:

- Determinazione delle ragioni che hanno condotto alla condizione di declino per l'impresa.
- Valutazione ed analisi delle perdite riscontrate ed analisi delle loro peculiarità.
- Accertamento e presa in considerazione della situazione patrimoniale di partenza.
- Definizione dei maggiori interventi da assumere e promuovere in modo graduale per poter far fronte in modo adeguato ai fattori che hanno condotto al declino dell'attività imprenditoriale.
- la definizione dei sacrifici eventuali da richiedere ai portatori di interesse.
- Le proiezioni nel breve e medio lungo termine derivanti dalle voci di risultato ottenibili a seguito di interventi e sacrifici richiesti.

Per poter conseguire ed iniziare un progetto di risanamento, si dovrà delineare quali siano state le cause e come queste specifiche abbiano operato. È fondamentale dover prendere in considerazione, in questa fase iniziale la posizione dell'entità economica nel settore operativo verificando tutti i punti di forza e debolezza nei confronti dei concorrenti. L'analisi del settore operata mediante referenti concettuali fondamentali proposti in letteratura, risulterà fondamentale per poter appurare come impostare i processi strategici attuabili in futuro e le differenti peculiarità assumeranno un ruolo chiave per quanto riguarda la rinascita dell'impresa. Dopo aver protratto una macroanalisi settoriale, sarà bene focalizzarsi sulla realtà societaria, prendendo in considerazione cioè la criticità complessiva delle cause che

hanno condotto alla situazione patologica, si dovrà inoltre prendere in considerazione il livello delle perdite accumulate alle quali l'entità economica è andata incontro negli ultimi esercizi.

Si parlerà di un processo di analisi e valutazione volto a prendere in considerazione e verificare<sup>72</sup>:

- 1- **Intensità:** Sarà il primo indicatore valutativo di riferimento per delineare la fattibilità del processo strategico di risanamento societario appositamente ottimizzato. Ciò che si ritiene fondamentale è assicurarsi che non si sia oltremodo passato il “punto di non ritorno”, ossia che la condizione sostanziale non sia compromessa a tal punto che si ritenga impossibile ed improbabile e che possa essere ristabilita la redditività sociale per riportarla ad uno standard di equilibrio normale. I differenti modelli impiegati più classici saranno indicatori utilizzati al fine di misurare le perdite e le inefficienze sistemiche sulla base e in relazione a dovute voci di fatturato o capitale investito.
- 2- **Trend storico: prendendo** in considerazione il modello dell'andamento storico, si potrà valutare se negli esercizi successivi è stato rilevato o meno un peggioramento o risultato negativo.
- 3- **Struttura:** per poter appurare se sussiste o meno la presenza di un margine operativo lordo prima delle voci contabili relative all'ammortamento ed oneri finanziari. Nello specifico essendo le voci di ammortamento un fattore di costo già sostenuto ed assorbito agli oneri considerati “neutrali”, rispetto ai processi di gestione da dover prendere in considerazione è un'opinione sostenuta e diffusa che qualora si riscontri la presenza di un MOL in negativo, le operazioni di recupero da conseguire siano molto difficili e critiche.
- 4- **Perdite apparenti rispetto a quelle reali:** bisognerà assicurarsi che non vi siano falsi sgonfiamenti delle inefficienze o condizioni di perdita dovute a una particolare soggettività e peculiarità di alcune poste di bilancio rilevate, quali potranno essere per esempio (plusvalenze, rivalutazioni ed ammortamenti).

---

<sup>72</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

5- **Conseguenze finanziarie:** quando l'entità della perdita non supera le voci contabili di autofinanziamento come il TFR, ammortamento ed altri fattori di costo differiti, le diverse conseguenze finanziarie non si riconosceranno nell'immediato. Questo non deve portare ad un inganno certo e bisogna poter appurare la reale consapevolezza della situazione economica e finanziaria. Molto spesso nell'esperienza comune, i vertici dirigenziali considerano il fattore di perdita solo quando viene correlato a flussi di cassa negativi.

Il processo di analisi storico-qualitativo prende in causa anche la definizione e rappresentazione di una situazione patrimoniale che sarà il punto di partenza di un processo di risanamento imprenditoriale. Nello specifico questa fase è molto importante per poter stabilire quali siano i fattori o dati primari da dover prendere in considerazione, per poter avviare un nuovo ciclo di vita societario e non sarebbe possibile poter formulare misure di intervento e giudizio senza un chiaro punto di partenza iniziale, mediante il quale poter operare un'azione strategica sul mercato ben esplicitata ed in grado di attribuire al soggetto economico un plusvalore addizionale e nuove quote di mercato rilevanti. Oltre alla sicurezza del punto di partenza delineato, un'altra finalità molto importante che concerne questa fase è l'aver attribuito ai differenti portatori di interesse un'adeguata certezza circa la situazione riscontrata, illustrando e delineando i fattori di inefficienza negativi assunti da dover prendere in considerazione.

Questa modalità e situazione potrebbe portare ad una maggior sfiducia e credibilità dal punto di vista dell'organismo funzionale nei confronti dei diversi portatori di interesse. I vertici dirigenziali per poter recuperare la propria attendibilità dovranno poter ricevere una comunicazione completa ed immediata, la condizione iniziale di partenza dovrà assicurare anche però un accertamento e valutazione dei valori economici e finanziari di fondo in questo momento. Anche questo potrà essere considerato come uno strumento necessario da dover utilizzare ed impiegare per poter ripristinare il valore economico all'interno della realtà aziendale, nello specifico questa assunzione potrà valere per le imprese non quotate in mercati regolamentati che non usufruiranno dei prezzi borsistici come entità di valore indicativo. Sebbene si sia sostenuto l'importanza di questa valutazione o stima operata, potrà accadere che quando l'elaborazione è particolarmente difficile da determinare ed i tempi si correlano in modo non efficiente con la fase primaria di intervento relativamente al processo

di Turnaround operato, questo processo si potrà rinviare appena possibile in ugual misura alla formulazione del prospetto di risanamento societario. Mediante il piano di risanamento si definisce il vero e proprio progetto di restructuring e di rilancio dell'organismo societario. La messa a punto del piano industriale, la formulazione iniziale e l'aggiornamento continuo rappresentano uno degli strumenti essenziali attribuiti al turnaround manager per poter concretizzare e definire gli indirizzi e le finalità principali generali, che se conseguite dovrebbero portare l'entità economica ad un rilancio concreto sul settore nel quale opera<sup>73</sup>. Questa assunzione potrà essere consolidata mediante l'esito di numerose ricerche e processi programmati che hanno dimostrato come, in assenza di un piano di intervento ben formulato che coinvolga il riassetto globale imprenditoriale, definito dalle diverse sinergie industriali, commerciali, la sola ristrutturazione finanziaria potrà avere effetti poco rilevanti sul breve termine. Nel caso di un processo di Turnaround ben formulato, il piano industriale potrà integrare pecuniali connotazioni per le seguenti circostanze, le quali potranno essere:

- Il piano elaborato seguirà le fasi e verrà impostato ed impiegato quando sono già in corso specifici interventi di salvataggio imprenditoriali. Come esplicitato, quando l'urgenza richiede un rilevante sforzo sulla base delle tempistiche e la valutazione patrimoniale necessità di un arco temporale rilevante, il momento di formulazione del piano industriale coinvolgerà ed interagirà con le fasi precedentemente illustrate e definite.
- Dovrà formulare un vero e proprio catalizzatore dell'organico, ove l'impresa dovrà reimpostare strategie di prodotto, scelte di clientela diversa, risorse finanziarie necessarie e soprattutto quali debbano essere gli individui capaci di realizzare il tutto.
- Una volta approvato il piano dall'organo amministrativo, non sarà destinato solamente al management interno ma ad una clientela più allargata che comprenderà differenti azionisti di base e portatori di interesse, organi pubblici di sorveglianza ed eventualmente interessati al riguardo.
- Si richiede un'efficiente valutazione del rischio e l'inserimento ed integrazione di possibili vie alternative similari, rispetto al piano di base. Sebbene questo iter non sia molto diffuso, sarà in realtà molto utile, tenendo conto delle possibili modificazioni richieste e si renderà necessario convincere azionisti o soggetti terzi a fornire i capitali necessari.

---

<sup>73</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

Perché il piano industriale possa produrre effetti e prendere il via, sarà necessario non commettere errori sul piano informativo e relazionale. I vertici dirigenziali dovranno risultare chiari ed espliciti per tutti i differenti collaboratori interni ed esterni alla realtà societaria, inoltre il risultato conseguito dipenderà anche in parte, dal fatto che tutti i diversi portatori di interesse presuppongano una necessità rilevante protratta al cambiamento nei quali stanno per essere coinvolti. Nel momento in cui verrà effettuata la redazione del piano industriale, sarà necessario che si presti attenzione ad alcune peculiarità rilevanti, ossia specifiche caratteristiche che migliorino l'efficienza e l'efficacia del modello imprenditoriale, le quali potranno essere:

- Semplicità, questa peculiarità potrà essere promossa mediante un numero ristretto di pagine.
- Realismo e coordinamento con il mercato e con il settore in cui l'entità economica compete.
- Coinvolgimento di tutti i vertici dirigenziali, tanto nella predisposizione del prospetto industriale quanto nella propria attuazione.
- Approfondimento dei punti di forza e debolezza
- Un obiettivo finale che definisca all'entità economica quale direttrice seguire per il raggiungimento dello scopo stabilito.
- Una serie di finalità ed obiettivi intermedi valutabili e quantificabili affinché i vertici dirigenziali si rendano conto dei risultati conseguiti.

Da un punto di vista maggiormente operativo, potranno essere definite quattro modalità principali di interventi collettivi. Nello specifico, il processo di risanamento operato potrà essere conseguito, attraverso:

- Per via di ristrutturazione, quando nello specifico l'ambito operativo definisce la coesione prodotti/mercati tradizionali senza sostanziali modificazioni dimensionali. In questo caso ci si potrà concentrare e focalizzare sull'ottimizzazione che concerne l'efficacia e l'efficienza dei processi di trasformazione fisici-tecnici inerenti ad elementi essenziali (persone, impianti, materiali) e sul riassetto patrimoniale e finanziario.
- Per via di riconversione, quando la finalità primaria sarà principalmente inerente al focus e la revisione delle tradizionali combinazioni prodotti e mercati. Innovazione e marketing verranno definite come le principali aree di intervento.

- Per via di ridimensionamento: la situazione fondamentale legata al rinnovamento sarà rappresentata da un cambiamento radicale dal punto di vista dimensionale ed in genere verrà intesa come un vero e proprio decremento. Questo tipo di processo verrà attuato in presenza di situazioni patologiche rilevanti legate a sovracapacità produttiva e sarà una delle forme di intervento più critiche da dover attuare, che delinea importanti tagli del personale qualificato.

- Per via di una riorganizzazione, il focus e l'intervento principale riguarderà gli aspetti e le sfaccettature sul piano organizzativo, alcuni esempi rilevanti potranno per esempio essere la definizione di aree di responsabilità, predisposizione e strutturazione di nuovi sistemi di controllo, una circolazione delle informazioni più efficiente ed efficace ed una più precisa pianificazione e strutturazione di sistema.

I differenti piani di Turnaround investono ed integrano uno o più aspetti qui sopra definiti, si potrà quindi delineare la prevalenza rilevante di una peculiarità piuttosto che un'altra ma mai l'esclusività di una componente rispetto ad un'altra. Un ulteriore aspetto rilevante da prendere in considerazione definisce la razionalità di intervento del piano, si vuol fare riferimento a principi fondati e condivisibili e favorire di alcuni portatori di interesse piuttosto che altri, che sia coerente in una relazione tra finalità ed obiettivi preposti sulla base di specifici risultati attesi. Inoltre si dovrà mostrare l'utilità di porre in essere il processo di risanamento ed infine dovrà integrare una sufficiente ed essenziale capacità di convinzione che derivi dalla ragionevolezza degli assunti qui sopra esplicitati e definiti.

Mediante il raggiungimento dei differenti obiettivi di fondo formulati attraverso il piano di intervento industriale, il processo di Turnaround e ridefinizione dell'iter strategico sul piano operativo entrerà nella fase della stabilizzazione iniziale dapprima, poi verrà ottimizzato per un rilancio sostanziale attraverso la formulazione e creazione di un nuovo valore. Ritornare ad una normalizzazione significa per l'entità economica essere riuscita a far fronte ed arginare le differenti inefficienze sistemiche, per poter ripristinare un adeguato livello di profitto interno. Non vi è dubbio che l'ottenimento di questo si fondi principalmente sulle premesse di partenza ma è anche vero che il successo non si realizza senza un prospetto o piano ben strutturato da poter seguire e alla base dovrà sussistere una certa volontà di realizzazione conseguibile con impegno e dedizione. Impegno e dedizione se ben siano peculiarità importanti da dover prendere in considerazione per poter condurre l'entità economica verso il conseguimento di flussi reddituali positivi non sono le uniche caratteristiche fondamentali necessarie ad essere

integrate all'interno dell'entità per ripristinare una condizione di equilibrio perpetua. Il soggetto economico dovrà operare una valutazione attenta sulla base delle differenti aree d'affari che vorrà mantenere e quali invece vorrà cedere, le diverse scelte prese in considerazione dipenderanno da diverse assunzioni sul piano finanziario ed economico. Saranno mantenute quelle aree operative capaci di conseguire risultati attesi futuri e che costituiranno il core business societario, si cederanno inoltre quelle incapaci di generare reddito o quelle che seppur interessanti verranno definite non essenziali a perdurare all'interno dell'entità economica di riferimento<sup>74</sup>. Un elemento di elevata importanza rispetto a queste liquidazioni, sarà commisurato all'entità del prezzo di cessione il quale dovrà permettere di ottenere delle realizzazioni accettabili, senza farsi eccessivamente trainare al ribasso dalla conseguente volontà di dover generare flussi di cassa correnti. Tenendo comunque in considerazione la finalità principale che sarà quella di ottenere una certa liquidità di fondo a livello societario utile per far fronte in modo efficiente ai differenti impegni assunti verso i diversi portatori di interesse dell'impresa.

Un'altra condizione essenziale da dover prendere in considerazione rispetto a quelle già enunciate, riguarderà l'attenzione che dovrà essere perseguita nei diversi processi programmati protratti verso un miglioramento dell'efficienza. Il monitoraggio e la gestione di questi interventi e processi sarà sicuramente uno degli aspetti più critici che dovranno essere integrati nella gestione del piano, in quanto si tratterà di porre in essere tutte le operazioni necessarie ad essere ottimizzate per una sostanziale ridefinizione dei processi a livello societario. Saranno perseguite nuove azioni che ridefiniranno dal punto di vista strategico i prodotti offerti ed inoltre si cercherà di prendere in considerazione processi ottimizzati al fine di ricercare nuove novità sul mercato o nel settore operativo. Spesso in un processo di Turnaround sarà fondamentale tenere conto di questi aspetti che appunto renderanno possibile una ridefinizione dei processi organizzati che assumeranno come punto di riferimento diverse aree strategiche di fondo, quali potranno essere l'amministrazione, il marketing ed il controllo di gestione, essendo l'iter di risanamento societario una fase caratterizzata da importanti mutamenti e trasformazioni di fondo che riguarderanno in primo luogo il personale e diverse responsabilità all'interno dell'entità economica.

---

<sup>74</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

#### **4.2.2 – Implementazione del piano**

In primo luogo sarà utile definire che la formulazione di un prospetto imprenditoriale ben strutturato dovrà comprendere le differenti note o prassi professionali per la redazione dei business plan, che qui non saranno analizzate ma sulla base delle quali sarà possibile figurare i differenti punti chiave:

- Profilo della società di riferimento
- Mercato competitivo di riferimento e settore operativo
- Valutazione ed analisi dei dati e risultati storici e conseguente posizionamento competitivo
- Valutazione dei dati storici e ragioni che hanno portato alla crisi societaria
- La strategia di risanamento
- Il piano operativo di Turnaround
- Il management e gli incentivi di risanamento societari
- Il piano finanziario di un'impresa in crisi

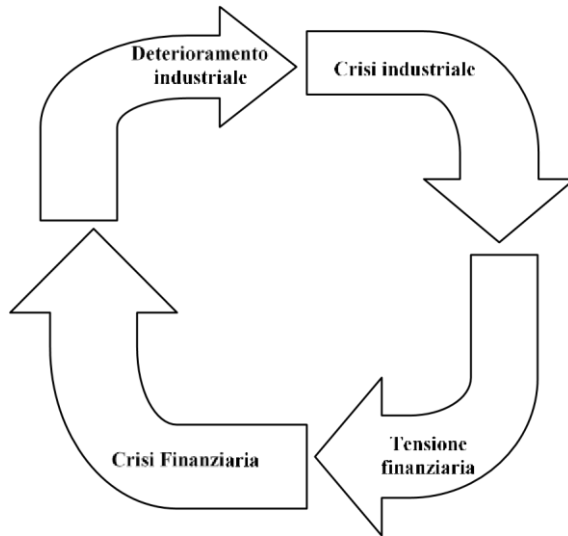
Facendo riferimento ad un'entità economica che giace in una condizione di inefficienza conclamata, una rilevante attenzione dovrà essere dedicata alla comprensione ed analisi nel dettaglio delle differenti cause che hanno condotto alla situazione patologica necessaria ad essere arginata. Una delle primarie domande da porsi per la definizione ed implementazione di un prospetto che definisca una strategia da seguire per poter risollevare l'organismo funzionale organizzato (da dove è originata la crisi?). Per trovare una risposta coerente sarà in primo luogo fondamentale appurare in che fase o stadio della crisi conclamata siamo, in questo modo sarà possibile determinare la situazione in cui verte l'impresa di riferimento, differenziando: il deterioramento industriale, Crisi Industriale, Tensione Finanziaria e Crisi Finanziaria. Queste fasi descritte qui in seguito saranno tra loro strettamente correlate, ed avranno un elevato impatto sul piano operativo l'una con l'altra come possiamo appurare dalla tabella n1 qui in basso<sup>75</sup>.

---

<sup>75</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015



**Tabella n1:Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti**



I differenti elementi che potranno influenzare la crisi industriale, saranno endogeni oppure esogeni al perimetro societario, quali potranno essere: la trasformazione/ trasferimento del mercato o settore di riferimento e modificazione corrente del contesto in cui opera la realtà societaria in relazione ai propri competitors. L'erosione e deterioramento dal punto di vista applicativo della sostenibilità del modello imprenditoriale opportunamente delineato, una discontinuità tecnologica che potrebbe andare ad influire in maniera rilevante sul core business societario, una debolezza riscontrata inerente l'assetto manageriale e di governo della realtà societaria. Un'inefficienza sul piano finanziario relativamente all'unità economica di riferimento potrà essere sia la causa che la conseguenza di quella analizzata e presa in considerazione, derivante dal piano industriale, invece è dovuta principalmente a differenti fattori, i quali potranno essere: un eccesso degli investimenti non strettamente correlati ad una dinamica e modificazione razionale del flusso di cassa generabili e derivanti dall'impresa. Processi di acquisizione mal funzionanti con un forte dispendio di risorse sul piano finanziario ed una mancata coesione delle sinergie attese che potranno essere inerenti alla sfera industriale, commerciale. Inoltre possiamo riscontrare un eccesso ricorso a forme di finanziamento esterne alla società che hanno contribuito all'accumulazione ingente dell'indebitamento nel corso degli esercizi nei quali l'attività core viene protratta, al fine di

consentire il raggiungimento di specifiche finalità in grado di attribuire all'entità un certo plusvalore aggiunto. Appurare le diverse ragioni che hanno condotto alla situazione patologica e lo stato di inefficienza e deterioramento in cui verte l'organismo funzionale organizzato saranno essenziali per poter delineare i processi strategici di fondo che hanno portato ad una rideterminazione del valore positivo all'interno dell'entità economica. L'implementazione del prospetto industriale consentirà al management di definire gli strumenti più idonei per garantire ai vertici dirigenziali un superamento della condizione di inefficienza corrente.

L'individuo che avrà l'onere di redigere il piano industriale e finanziario potrà implementare tale documento mediante la presa in considerazione di alcuni punti chiave di successo, necessari ad essere perseguiti per la realizzazione di un iter di risanamento completo a livello societario, i referenti chiave da dover prendere in considerazione, potranno essere<sup>76</sup>:

- 1- I dati o elementi quantitativi alla base del piano, dovranno essere verificati da un soggetto estraneo alla realtà societaria o un individuo terzo e indipendente.
- 2- Il prospetto industriale dovrà esplicitare e tenere conto in modo chiaro delle ipotesi o assunzioni quantitative e qualitative su cui si basano le diverse proiezioni economiche e finanziarie.
- 3- Il prospetto di riferimento, inoltre dovrà essere specifico ed elaborato in modo minuzioso, circa la rappresentazione degli atti che potrebbero risultare oggetto di revocatoria.
- 4- Il piano dovrà prevedere alla base dei processi di risanamento attuati, test e scenari che presuppongono sensitivity.
- 5- Sarà opportuno che il piano o prospetto formulato e conseguentemente la proposta di ristrutturazione dei debiti assuma degli idonei meccanismi di aggiustamento e monitoraggio che potranno essere stabiliti sulla base delle situazioni di sensitivity.

---

<sup>76</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

- 6- Il prospetto industriale definirà idonee milestones di valutazione e verifica che rappresentano condizioni necessarie a sussistere per una buona rideterminazione della strategia di risanamento che tenga conto di tutti gli aspetti che caratterizzano l'entità economica a 360 gradi.

La disciplina facendo riferimento al progetto imprenditoriale, non stabilisce nessuna indicazione per quanto riguarda il ruolo assunto dall'esperto circa la valutazione e verifica dei dati forniti dall'entità economica, che stanno alla base del prospetto di risanamento societario. Dottrina e giurisprudenza si sono largamente interrogate in merito a questo punto assumendo posizioni differenti, ma l'assunzione importante in questa sede è che gli elementi quantitativi di partenza del progetto vengano convalidati da un terzo individuo che sia indipendente rispetto all'organismo funzionale organizzato. Questa verifica o valutazione di fondo non dovrebbe essere operata in una logica di revisione, controllo dal punto di vista contabile ma dovrebbe essere finalizzata ad una valutazione sostanziale dei fattori che hanno contribuito a delineare le proiezioni economiche e finanziarie del prospetto imprenditoriale. Nella situazione in cui il redattore sia un advisor industriale e finanziario, sarà di suo stesso interesse ricevere un supporto da parte di un individuo terzo o indipendente relativamente agli assunti o elementi quantitativi alla base del proprio prospetto imprenditoriale.

In un prospetto ben formulato, la chiara e dettagliata esplicitazione delle assumptions consente un decremento sostanziale del grado di incertezza ad esso attribuito, circa una valutazione da parte dell'attestatore prima e dei soggetti creditori poi consentendo di appurare in miglior modo la correlazione esistente tra le ragioni che hanno portato alla situazione patologica ed i risultati prospettici attesi. Il grado di trasparenza dei processi e modalità di formulazione del prospetto industriale semplifica l'attività lavorativa dell'individuo attestatore e presuppone che lo stesso soggetto possa esprimere una valutazione o giudizio sul piano che non sarà influenzato dal timore di opacità. Tanto più sarà elevata " l'opacità " del prospetto imprenditoriale e tanto più sarà difficoltoso ottenere una certa attestazione, oltremodo tanto più chiare e trasparenti saranno le analisi e valutazioni operate sugli elementi quantitativi ed i differenti risultati prospettici di fondo, tanto più sarà semplice per il lettore del documento imprenditoriale ( attestatori o individui creditori ) focalizzarsi sulla valutazione o stima sostanziale dei fattori ed elementi che integrano il piano presentato, eliminando ogni timore inerente all'asimmetria informativa. Nella redazione del piano inoltre il soggetto

redattore dovrà prendere in considerazione che tanto maggiore sarà il rigore ed il dettaglio nell'illustrazione dei documenti presentati a prospetto che risulterebbero astrattamente revocabili, tanto incrementali saranno le possibilità nel caso in cui il progetto presentato fallisca relativamente alla dimostrazione in un eventuale giudizio della correlazione esistente tra il piano e l'atto ed il pagamento e la garanzia posta in essere in sua esecuzione. Da questo presupposto si definisce che sarà opportuno che vengano esplicitate le ragioni funzionali che stanno alla base del processo di risanamento societario, il grado di dettaglio in cui vengono definite le singole operazioni dovrà essere proporzionale in modo diretto all'importanza del documento di riferimento, del pagamento o della garanzia. Per la riuscita di una buona ottimizzazione ed implementazione del documento fin qui delineato sarà necessario che il redattore del prospetto stabilisca una certa accuratezza nell'esplicitazione delle singolari ipotesi poste a fondamento del piano stesso in modo da rendere più razionale ed analitica l'evoluzione delle voci economiche e finanziarie che saranno integrate nell'arco del piano. In ugual modo sarà necessario che tutte le assunzioni di fondo siano correlate a componenti esogene (evoluzione dell'attesa inerente al mercato di riferimento, tasso di crescita delle principali componenti di costo ed evoluzione dei principali tassi di cambio), faranno riferimento all'evoluzione prevista alle fonti informative esterne che saranno comprese nel progetto imprenditoriale<sup>77</sup>. Questa condizione oltre ad essere una disposizione o norma di buona attitudine dal punto di vista dell'attività lavorativa per chi dovrà necessariamente redigere il piano stesso allo stesso modo sarà riconosciuta dalla dottrina di riferimento come "situazione necessaria ad essere perseguita al fine di consentire al redattore ed a terzi di poter stimare in modo adeguato l'esaustività dei processi e veridicità dei dati presentati che derivano da specifiche ipotesi e previsione di fondo. In conclusione sarà utile definire l'arco temporale che il piano imprenditoriale dovrà assumere, un prospetto che integri periodi troppo breve potrebbe non essere in grado di poter attribuire e consentire il raggiungimento di finalità interessanti, che consentano un ripristino dell'equilibrio economico e finanziario all'interno dell'entità organizzata di riferimento. Un documento invece che prenda in considerazione un periodo temporale troppo lungo, presuppone una concreta riduzione dell'affidabilità circa le previsioni o stime derivate che stanno alla base del piano e che ne

---

<sup>77</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

ridurrà la propria attendibilità relativamente ai differenti portatori di interesse. Le assunzioni aziendali generali definiscono che occorre riscoprire un trade-off adeguato tra orizzonte temporale ed affidabilità delle assunzioni di lungo periodo, questo punto di equilibrio esplicitato potrà posizionarsi tra i 3 e 5 anni. Questo arco temporale definito permetterà una migliore coesione tra le diverse finalità che saranno perseguibili, consentirà da una parte di implementare le manovre più elementari e strutturali previste dal prospetto imprenditoriale e dall'altra parte sarà possibile definire delle previsioni alla base del progetto stesso che saranno maggiormente affidabili. Il piano industriale farà riferimento a differenti aree di interesse, come descritto dalla tabella n2<sup>78</sup> qui in basso riportata.

**Tabella n2:piano industriale**



Il progetto presentato economico e finanziario incorporerà per sua natura un certo grado di aleatorietà, questo livello sarà particolarmente elevato ed in crescita nei processi di risanamento che prendono in considerazione realtà societarie con un consistente incremento delle componenti di ricavo ( ancor maggiormente nel caso in cui vengano stabilite di base politiche inerenti all'incremento dei prezzi ) e minore dei casi in cui il progetto presentato sia

<sup>78</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

fortemente orientato alla componente di costo. Questa assunzione presuppone che il soggetto relatore del documento dovrebbe: Identificare e definire esplicitando in modo chiaro, un certo recupero di redditività e generazione dei flussi di cassa relativamente ad interventi operati sugli elementi di costo e sulle componenti di ricavo, azioni e finalità di intervento rilevanti di natura straordinaria (es. cessione di business), identificare le assumptions che condizionano maggiormente la redditività e la generazione di cassa, predisporre adeguati esercizi di stress test e conseguenti scenari di sensitivity al variare di tali assumptions. Queste previsioni saranno essenziali al soggetto a cui viene affidato l'onere di coordinamento dei processi di gestione, per poter stimare l'entità della componente di rischio correlato all'ottimizzazione del piano, all'attestatore per definire il proprio giudizio, ai soggetti creditori per definire l'accettabilità del documento proposto. In principio, le analisi e previsioni di sensitività dovrebbero prendere in causa le primarie voci economiche e finanziarie "sensibili" (cioè tali da influenzare in modo significativo il raggiungimento degli obiettivi di risanamento previsti dal Piano) e i risultati attesi delle stesse dovrebbero essere tali da presupporre il perseguimento delle finalità del progetto anche in condizioni di stress/meno ottimistiche di quelle previste. In seguito al fine di poter ottenere una buona implementazione del prospetto imprenditoriale, sarà opportuno ridefinire accurati meccanismi e processi di fondo di aggiustamento, sulla base della modificazione efficiente di alcune assumptions alla base del piano corrente presentato. Sarà evidente che alcuni processi di aggiustamento non potranno essere protratti e resi operativi sulla base di alcune decisioni soggettive da parte dell'organismo funzionale organizzato di modificazioni rilevanti rispetto al piano attestato, men che meno in caso di un'incapacità rilevante di ottimizzazione. Sussistono però numerose situazioni ove l'attestazione del prospetto imprenditoriale è fortemente correlata all'esistenza dei processi o iter di aggiustamento. Si prenda in considerazione per esempio come in un processo di risanamento di un'entità economica, in un trading di commodities normalmente la profittabilità ossia l'entità di capitale circolante e la conseguente generazione dei flussi di cassa al servizio del debito di questo tipo di imprese, sarà fortemente correlato all'andamento della componente di prezzo delle commodities stesse.

Se non vengono prestabiliti dei processi di aggiustamento in linea con il piano formulato, sostenendo che nessuno sia in grado di effettuare delle previsioni accurate circa il prezzo di una certa commodity nei successivi cinque esercizi, possiamo sostenere che il prospetto ben

formulato risulterà asseverabile e che quindi sarà necessario stimare e valutare, che nella situazione della proposta di ristrutturazione dei debiti. La combinazione di linee guida per poter operare un adeguato finanziamento del capitale circolante e il conseguente rimborso delle rate del debito possano essere soggette ad un ridimensionamento o modificazione sulla base di considerevoli variazioni dei prezzi rispetto alle materie prime e sulla base di quanto previsto dal prospetto imprenditoriale. In definitiva per delineare un efficiente sistema e processo di monitoraggio sequenziale del piano, quanto più semplicistica e corrente, durante la fase operativa e di esecuzione sarà opportuno che il prospetto imprenditoriale integri l'indicazione sistematica ed esplicita delle " milestones "( risultati intermedi, correttamente elaborati ) che dovranno essere perseguiti attraverso una reale esecuzione del prospetto imprenditoriale stesso. Questi risultati parziali misurabili saranno in seguito comparati con gli effettivi obiettivi perseguiti e stabiliranno la base per una valutazione periodica circa l'andamento del prospetto imprenditoriale corrente, consentendo di portare a termine in modo maggiormente efficiente la valutazione e monitoraggio dei tempestivi aggiustamenti. L'indicazione nel prospetto di determinati e precisi intervalli di valutazione consente inoltre ai terzi di stimare la perdurante fattibilità del progetto industriale e idoneità ad assicurare un processo di risanamento adeguato dell'organismo societario. Dopo aver definito le principali operazioni di implementazione da dover operare per l'ottimizzazione di un prospetto ben organizzato, possiamo definire come questo documento si presenti come la forma più pura di soluzione privatistica della condizione patologica in cui si trova l'entità economica che viene delineata dalle disposizioni inerenti alla legge fallimentare. Viene considerato come lo stadio più avanzato dell'iter di privatizzazione della crisi d'impresa in quanto gli altri addizionali istituti disciplinati e monitorati a differenza di questo, presuppongono un processo di intervento più mirato che sarà o meno assorbito dall'Autorità giudiziaria. Prima della sua introduzione, i soggetti imprenditori che erano in uno stato di insolvenza ricorrevano a processi e tecniche promossi al fine di un certo superamento di questa condizione che non trovava alcun riscontro però nella legge fallimentare e negli altri strumenti normativi. Il processo di risanamento delineato mediante il piano industriale verrà integrato tra i processi negoziali volti a ripristinare l'equilibrio primario, perso durante la sussistenza della condizione patologica o crisi d'impresa che si presenti in uno stadio non avanzato e quindi non grave o comunque non irreversibile e che sia correlato principalmente alla sfera finanziaria delle

attività o processi imprenditoriali. Le primarie funzioni a cui il prospetto imprenditoriale dovrà far fronte concerneranno il risanamento dell'esposizione debitoria e il ripristino della solvibilità societaria circa i differenti impegni assunti dall'impresa sul medio e lungo termine. Per queste ragioni il modello strutturato, si adatterà alle imprese in temporanea difficoltà o inefficienza finanziaria, che sia in grado di integrare ed elaborare piani prospettici negoziali con creditori professionali, al contrario non bisognerà ricorrere in primo luogo a questo strumento o modello per affrontare problematiche prive di una correlazione mirata con l'organismo funzionale organizzato. Mediante le diverse disposizioni giuridiche si potrà sostenere come lo scopo principale del prospetto imprenditoriale non sia il soddisfacimento delle primarie pretese creditorie, o perlomeno non in modo diretto, ma in sostanza si considererà in primo luogo una differente sfera della gestione d'impresa, quale potrà essere l'aspetto finanziario. It is therefore defined that the main assumption of the plan will be the redetermination and organization of the financial situation of the debtor subject, it must not necessarily be defined on the basis of specific concrete agreements (dilators, submissive or Other kind) with the credit class or otherwise a good part of it.<sup>79</sup> Una buona ristrutturazione del debito che integri accordi conclusivi circa la sfera negoziale e bilaterale, non collettiva dell'individuo imprenditore e dei suoi creditori, sarà pur sempre inerente all'ambito dei legami che si definiscono in maniera autonoma e del tutto facoltativa.

A differenza del concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, non vi sarà alcuna possibilità per il soggetto debitore di poter incidere sui diritti di coloro che non acconsentono volontaria. Il prospetto aziendale potrà assumere nel concreto la forma di un atto o piano unilaterale del soggetto debitore, che verrà percepito internamente all'impresa e che costituirà una programmazione totalmente privatistica della risoluzione della crisi, svincolata da ogni forma di controllo giudiziale e rimessa all'esclusiva valutazione del soggetto imprenditore. Come si può appurare, non si apre nessun concorso fra gli individui creditori interessati e non si presenterà neppure la necessità di una condivisione negoziale o processuale con questi. Non sarà prevista alcuna forma di spossessamento dell'entità economica o di imposizione di alcun vincolo alla gestione dell'individuo imprenditore. Per questi motivi lo strumento negoziale dei piani attestati inerente al processo di risanamento

---

<sup>79</sup> Enrique R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, 2013



societario, manca degli assunti principali per poter essere inglobato fra le procedure concorsuali, in questo caso quindi il prospetto imprenditoriale non richiederà alcun controllo giudiziale e non sarà sottoposto ad una concreta omologazione da parte del tribunale, né dovrà essere depositato in qualche ufficio giudiziario.

### ***4.2.3 – Le diverse fasi del processo di Turnaround***

Prendendo in considerazione quanto sostenuto nei paragrafi precedenti, possiamo appurare come un processo di risanamento a livello societario potrà essere strutturato per poter garantire una certa continuità dell'attività imprenditoriale mentendo il valore eroso dell'entità economica. Si inseriscono nel processo di risanamento societario anche altri operatori che effettuano azioni d'investimento di turnaround volti alla ristrutturazione di entità economiche che giacciono in una condizione patologica di dissesto conclamata. Il supporto di questa tipologia di investitori sul piano istituzionale sarà particolarmente importante, in quanto non si limiterà ad una mera fornitura del capitale di rischio come vedremo in seguito nei capitoli successivi, ma ad ulteriori vantaggi addizionali che derivano dal know how manageriale che viene messo a disposizione dell'organismo funzionale organizzato. Il socio istituzionale, possiede un'esperienza basata su molte realtà riconducibili alla vita imprenditoriale, sarà in grado di apportare uno spendibile contributo anche in termini di consulenza strategica ed operativa. Grazie a queste operazioni di intervento promosse, che presuppongono una certa entità di rischio imprenditoriale e della responsabilità di fondo del rilancio dell'attività a 360 gradi, sarà possibile agevolare il recupero di alcune situazioni di deterioramento ed inefficienza, contribuendo al mantenimento almeno parziale del valore economico dell'entità che giace in una situazione di difficoltà, facendo fronte così a condizioni che altrimenti sarebbero indirizzate verso esiti gravosi sia dal punto di vista dell'economicità che sociale. Il processo di Turnaround conseguibile, rappresenta quindi un concetto molto ampio e di conseguenza anche le differenti operazioni conseguite nel corso dei successivi esercizi che caratterizzano questi investimenti di fondo potranno essere molteplici da dover portare a termine. Generalmente il processo di risanamento attuato potrà essere suddiviso e differenziato in due fasi, le quali potranno essere: nella prima, dopo aver delineato gli elementi che hanno condotto alla condizione patologica necessaria ad essere sanata, si cercherà di

ripristinare la condizione di sopravvivenza, promuovendo un certo equilibrio di fondo tra le inefficienze derivanti dallo scostamento dei flussi di cassa attivi e passivi. La visione globale, sarà quindi prettamente di carattere finanziario, cercando di elidere eventuali condizioni di insolvenza di fondo e generando un sufficiente livello o grado di liquidità che consenta di far fronte agli impegni assunti, relativamente ad una condizione di “emergenza”.

Nello specifico di rilevante importanza in questa fase del processo, sarà la capacità di convincere i soggetti creditori della bontà del prospetto industriale presentato, stabilendo un consenso che garantisca situazioni stabili e favorevoli per il recupero dell’entità economica. Una volta superato questo primo momento, la finalità principale dell’operatore sarà quello di rilanciare l’impresa sul mercato di riferimento, delineando una serie di interventi specifici da attuare sul piano industriale e strategico protratti con l’obiettivo principale di un positioning ben definito sul settore operativo. Questo potrebbe presupporre ad esempio nello specifico, processi attuati al fine di una riduzione concreta dell’entità di costo, alla rifocalizzazione sull’attività core aziendali e alla dismissione di quelle entità di patrimonio o di quei rami societari considerati non più rilevanti ed in grado di contribuire al rilancio concreto dell’entità sul settore operativo. L’iter di risanamento aziendale, dunque sarà nello specifico molto articolato, presupporrà differenti interventi di fondo ed integrerà molteplici attori della compagine societaria ed esterni all’attività imprenditoriale. Soprattutto in una situazione come quella corrente, in cui la maggior parte delle imprese è esposta ad un elevato rischio di insolvenza, l’intervento mediante processi ben strutturati potrebbe essere utile al fine concreto di migliorare l’attività imprenditoriale protratta sul mercato, ormai incerta ed attribuire un addizionale valore all’entità economica di riferimento. Quando si parla di condizione patologica conclamata, si tende tuttavia a credere che le differenti inefficienze sistemiche siano riconducibili al prodotto obsoleto oppure alla generale crisi economica, raramente però la crisi di una singola entità economica dipende solo da un unico fattore ma spesso infatti sarà il risultato di una sommatoria di cause che possono portare ad una condizione di dissesto finanziario ed economico particolarmente rilevante. Bisognerà in primo luogo operare un’adeguata valutazione delle cause che hanno condotto alla situazione di inefficienza, da dover prendere in considerazione come punto di partenza determinante per poter operare una valutazione a 360 gradi, dell’organismo societario e protrarre strategie operative adeguate capaci di ripristinare una condizione di equilibrio dal punto di vista

economico e finanziario. Uno dei tanti referenti concettuali generali aziendali prevede, che venga operata una netta divisione tra cause esterne ed interne per definire un corretto iter di risanamento. Le prime cause potranno riguardare errori, disfunzioni o pressioni che si originano e si diffondono dall'interno dell'organismo funzionale organizzato, in modo differente invece le cause interne potranno essere relative non solamente alle decisioni assunte ma anche alle caratteristiche proprie dell'entità economica. La causa più frequente di situazione patologica è spesso riconducibile al " bad management ", le inefficienze esterne fanno riferimento a cambiamenti che avvengono nell'ambiente competitivo esterno o alla conseguente difficoltà da parte dell'entità economica di adattarsi al nuovo contesto creatosi (ad es: forze politico-normative, forze economiche, società e cultura, tecnologia, fatti non prevedibili). Le cause potranno essere riassunte dalla tabella n3 qui di seguito riportata<sup>80</sup>.

**Tabella n3: Cause esterne ed interne di inefficienza**

	CAUSE DI CRISI INTERNE ED ESTERNE	TIPOLOGIA DI CRISI
I N T E R N E	<input type="checkbox"/> Errori strategici del management	<input type="checkbox"/> Crisi da inefficienza <input type="checkbox"/> Crisi da sovracapacità/rigidità <input type="checkbox"/> Crisi da decadimento dei prodotti <input type="checkbox"/> Crisi da carenza di programmazione <input type="checkbox"/> Crisi da squilibrio finanziario
	<input type="checkbox"/> Mancanza di etica	
	<input type="checkbox"/> Eccessivo indebitamento	
	<input type="checkbox"/> Crescita eccessiva	
	<input type="checkbox"/> Sistema di controllo gestionale e finanziario carente	
	<input type="checkbox"/> Costi eccessivi	
	<input type="checkbox"/> Politiche finanziarie errate	
	<input type="checkbox"/> Gestione del capitale circolante inadeguata	
E S T E R N E	<input type="checkbox"/> Crisi di mercato	
	<input type="checkbox"/> Eventi esterni imprevedibili	
	<input type="checkbox"/> Cambiamenti strutturali nella domanda di mercato o nelle tecnologie	
	<input type="checkbox"/> Cambiamenti sociali e politici	

La prima vera criticità è la percezione della situazione patologica in cui verte l'entità economica ed una profonda coscienza nel management e negli azionisti che la condizione necessiterà di una modificazione radicale. In questa situazione creatasi, sarà rilevante per

<sup>80</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015

l'impresa l'assunzione di un sistema di controllo di gestione che permetta di analizzare i parametri ritenuti essenziali (Kpi), per controllare le condizioni di criticità sul piano economico e finanziario e poter differenziare i sintomi che hanno contribuito alla formazione dell'insolvenza delineata, mediante una rilevazione sostanziale delle cause di inefficienza interne ed esterne alla realtà aziendale. I primi sintomi o fattori necessari ad essere valutati e da dover prendere in considerazione potranno essere, stimati sul piano:

- **Economico:** Mediante un decremento del fatturato e la perdita sostanziale di quote di mercato, un decremento concreto della marginalità, cancellazione e rallentamento degli investimenti previsti.
- **Finanziario:** Attraverso un allungamento delle tempistiche dei tempi e modalità di pagamento dei soggetti fornitori, incasso dei crediti ed aumento del magazzino.
- **Debitorio:** Ricorso ad un maggior debito per far fronte al circolante ed aumento degli oneri finanziari.

Un fattore cardine rilevante da dover prendere in considerazione, sarà costituito dal sistema di indicatori finanziari, gestionali e di altro tipo che sottoposti ad un processo valutativo e di monitoraggio costante, potranno compiere un ruolo essenziale nel supporto inerente al processo di lettura dei differenti sintomi relativi alla crisi aziendale precedentemente delineati e dalla loro conseguente derivazione delle loro azioni correttive. A titolo di esempio, si stabilisce un primo elenco di fattori che sono strettamente legati a condizioni di insolvenza:

- Rapporto tra patrimonio netto tangibile e attivo netto. Un rapporto inferiore al 10% evidenzia una situazione critica, e comunque minore il rapporto, maggiore la probabilità di default.
- Rapporto tra indebitamento netto e totale attivo superiore all'80% segnala una crescente probabilità di crisi finanziaria.
- Rapporto tra cash flow e indebitamento totale. Valori prossimi allo zero o negativi sono indice di una situazione patologica in atto.
- Rapporto tra oneri finanziari e fatturato, questo rapporto, se risulta crescente e supera specifici valori, rappresenta un evidente peggioramento della capacità finanziaria dell'azienda.
- Tasso di crescita del fatturato che, ove segnalasse una crescita troppo lenta o negativa, è un fattore di emergenza assoluto.

In conclusione possiamo sostenere che una valutazione rilevante della marginalità ( sia interna, per specifiche linee di prodotto e servizio e sia esterna con un raffronto tra i diversi competitors ) stabilirà delle assunzioni determinanti per poter valutare gli equilibri sul piano economico e finanziario dell'impresa e poter definire quali prodotti e servizi dovranno essere implementati ed invece quali andrebbero sottoposti ad una modificazione sostanziale ed oggetto di un ridimensionamento globale di base. Per conseguire un efficiente controllo di gestione, uno strumento rilevante da dover utilizzare per sostenere i processi di definizione degli obiettivi e formulazione dei prospetti o piani da porre in essere per ristabilire le azioni dei vertici dirigenziali e creare nuove premesse di fondo per il superamento della situazione patologica di dissesto a livello societario necessaria ad essere sanata sul medio e lungo termine. Nello specifico la predisposizione di report e budget finanziari, definiti su base mensile saranno un efficace strumento di governo della liquidità a livello societario per la salvaguardia e la solvibilità a livello aziendale. La disponibilità corrente di modelli quantitativi di conti economico e di stato patrimoniale preventivi consentono di operare valutazioni di bilancio mediante il calcolo di indici e flussi riferiti a valori prospettici con funzione predittiva capace di delineare in anticipo i sintomi dei processi di gestione futura ed appurare dal punto di vista andamentale il valore economico dell'entità oggetto di discussione. The process of reorganisation operated allows the return to positive and result income flows by means of an effective restructuring of the debt components which negatively influenced the company's solidity, through the re-definition of Well-formulated strategic processes that make it possible to avoid the decline of the economic entity of reference<sup>81</sup>. L'iter è protratto nel convincimento che il settore operativo non sia condannato a un declino inesorabile, oppure che anche nello stadio di declino l'entità economica possa conquistare posizione e mantenere comunque una buona redditività. Il processo di risanamento o turnaround deve permettere un recupero sostenibile nel tempo, che può essere delineato sulla base delle seguenti considerazioni:

- L'entità economica è in grado di generare un livello di reddito adeguato.
- Il soggetto economico si è posizionata, o ha posto le premesse per farlo, con una posizione favorevole competitiva sostenibile o di portafoglio prodotti, o di livello assoluto di costi per

---

<sup>81</sup> Enrique R. Arzac, Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring, 2013

accesso a fattori di produzione a basso prezzo, o infine di livelli relativi di costo grazie a economie di scala.

- L'azienda presenta un processo strategico difendibile e realistica, supportato da vertici dirigenziali competenti ed esperti.

L'intervento di risanamento societario rappresenta un iter molto strutturato che deve affrontare difficili rapporti interni ed esterni all'azienda che verte in una situazione patologica, con la finalità principale di dover:

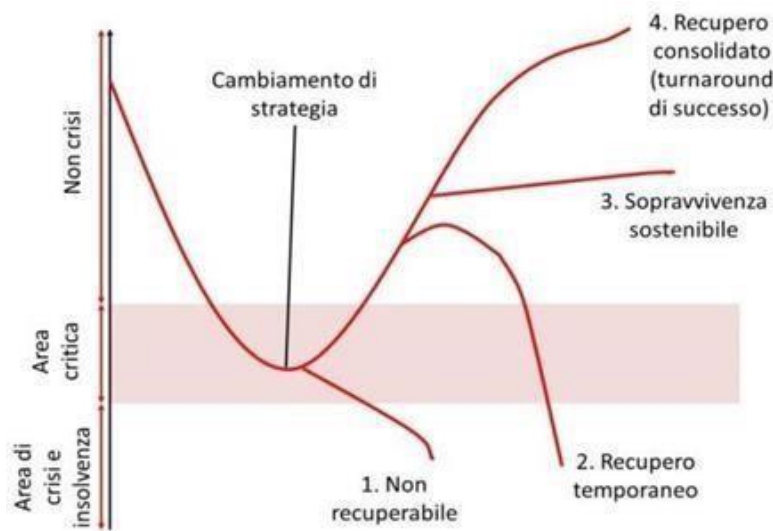
- Assicurare una continuità a breve termine del business in funzionamento.
- operare dal punto di vista sistemico sugli elementi critici e non sui loro sintomi più evidenti.
- Operare con un referente concettuale sufficientemente olistico e cioè tale da risollevere le aree problematiche per quanto possibile in coerenza relativa.
- Definire gli assunti di fondo per un rilancio sostanziale.

Quando l'entità dei profitti e delle vendite si riducono notevolmente, poiché il soggetto economico non è più competitivo o perché il settore è in una condizione di declino, un processo di recupero potrà essere protratto nel corso degli esercizi quando ci si trova in una situazione critica ma non troppo compromessa. Quando la curva relativa all'entità dei profitti entra in uno spazio critico (area rossa), sarà determinante ed imperativo un ricambio strategico sul piano corrente per garantire la prosecuzione delle attività da parte dell'impresa sul mercato di riferimento. La probabilità che un processo di risanamento sia conseguito con successo viene espresso in rapporto alla tempestività con cui si riusciranno a delineare i diversi problemi ed a riconoscere le cause che hanno portato alla situazione patologica, così facendo da poter realizzare un adeguato piano di intervento ben articolato. Sarà rilevante differenziare il processo di Turnaround in tre fasi specifiche, ad ogni fase corrisponderà un determinato arco temporale, le diverse fasi potranno essere così definite dalla tabella n4 qui in basso riportata<sup>82</sup>:

---

<sup>82</sup> M. Cleofe Giorgino, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, 2015

**Tabella n4:Fasi del processo di Turnaround**



La durata dell'iter di Turnaround varia molto in relazione della situazione patologica in cui verte l'impresa e dalle dimensioni dell'organismo funzionale organizzato, di conseguenza la durata definita sulla base di un arco temporale che varrà in seguito riportato, sarà per lo più indicativa. Le tre diverse fasi o processi potranno far riferimento a determinati momenti del ciclo di vita dell'impresa<sup>83</sup>:

- 1- Gestione della situazione d'emergenza.
  - 2- Stabilizzazione della situazione.
  - 3- Ritorno ad uno sviluppo concreto con la conseguente produzione di flussi reddituali positivi.
- **Fase n1: Gestione della situazione d'emergenza ⑦**
  - La primaria fase viene operata durante i primi mesi di insediamento della procedura del turnaround management, si prevedono i seguenti step:

<sup>83</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

- ⑨ Cambiamento del management (1 mese)
- ⑨ Valutazione ed analisi (1 mese)
- ⑨ Piano d'azione (1 mese)
- ⑨ Gestione della situazione d'emergenza (2/3 mesi)

- **Cambiamento del management:** La primaria fase del processo di Turnaround sarà anche la più difficile da poter avviare e rendere duratura nel corso degli esercizi futuri, nel caso in cui i soggetti azionisti decidano di conseguire una modificazione sostanziale del management, sarà necessario trovare la persona giusta. Un manager esterno che goda di una buona reputazione, potrà operare una valutazione dei problemi con maggior grado di giudizio, non avrà rapporti stretti con gli altri collaboratori dell'entità economica e di conseguenza dovrà prendere in considerazione strumenti anche drastici per elaborare un processo di risanamento ben formulato.
- **Valutazione ed analisi:** Chi si assume la responsabilità di strutturare il processo di risanamento societario, dovrà raccogliere i dati disponibili, delineare le cause che hanno condotto alla crisi, definire delle diagnosi ed elaborare un piano di intervento. Il contenuto del piano cambierà da situazione a situazione, in casi normali però si prevedono comunque interventi o processi di emergenza, una ricerca della stabilità ed un ritorno allo sviluppo.
- **Piano d'azione:** Il prospetto industriale delineato dovrà essere semplicistico ma realistico ed integrare finalità raggiungibili e misurabili ed inoltre dovrà essere monitorato frequentemente. Una delle problematiche da dover prendere in considerazione, riguarda la liquidità d'impresa che dovrà essere riequilibrata in modo efficace.
- **Gestire della situazione d'emergenza:** Una delle finalità a breve termine dell'organismo funzionale organizzato, sarà limitare le uscite di cassa per poter conservare specifiche risorse finanziarie da utilizzare per obiettivi differenti che possano attribuire un maggior grado di competitività all'entità economica. In questa fase il monitoraggio dei flussi di cassa diventa un quadro di comando, bisognerà operare concreti interventi sui ricavi e sulle componenti di costo da un lato e sui diversi processi di bilancio dall'altro.
- **Fase n2: Stabilizzare la situazione ⑦**



- La fase 2 del processo di risanamento societario, potrà essere differenziata in due archi temporali ben distinti. Il primo periodo definirà l'attuazione e l'operato del processo di risanamento nel breve termine, mentre il secondo periodo concernerà una modificazione delle componenti strategiche e prevedrà un maggior tempo per essere reso operativo.
- ⑨ Stabilizzazione della situazione (gestione dei portatori di interesse diversi e ristrutturazione delle componenti di debito, 3-6 mesi)
- ⑨ Cambiamento strategico di fondo per il rilancio e piano industriale (1 anno)

Questa è la situazione in cui il processo di risanamento societario, avendo definito i primi risultati ha garantito una certa salvezza sostanziale dell'entità economica. Il primo step in questa fase, sarà porre le basi per un concreto recupero dell'attività d'impresa dal punto di vista operativo, mentre nella condizione precedente il flusso di cassa o cash flow rappresentava il problema principale, ora torna ad esserlo il conto economico.

- ***Stabilizzazione della situazione*** ⑦

I vertici dirigenziali penseranno a nuove acquisizioni da operare, relativamente a segmenti e nicchie di mercato che permettano una maggior redditività e sviluppo in futuro. In questa situazione saranno fondamentali le strategie di marketing e di riposizionamento del proprio business, potranno essere conseguiti inoltre processi promossi al fine di un'elisione del prodotto in perdita, nuove acquisizioni, diversificazioni delle attività ed aumenti di capitale. La ristrutturazione del debito sarà uno degli step determinanti da dover conseguire per poter delineare un decremento delle componenti relative agli oneri finanziari e per poter stabilire una riduzione delle pressioni sul prospetto quantitativo di conto economico. Per una copertura efficace del deficit ci si rivolgerà anzitutto ai portatori di interessi finanziari che hanno già operato processi di finanziamento ben strutturati, chiedendo una rinegoziazione o un rinnovamento del prestito e del finanziamento.

- ***Cambiamento strategico di fondo per il rilancio e piano industriale*** ⑦

Per modificazione dei processi strategici, si presuppone un'elaborazione e comunicazione della mission e vision globale concentrandosi sulle attività core che caratterizzano l'impresa. La formazione continua ed il periodico aggiornamento, costituiscono strumenti indispensabili per poter appurare e concretizzare interventi sul piano strategico che garantiscano adeguati risultati, essenziali per realizzare un concreto rilancio dell'entità economica. In assenza di un

vero piano che integri l'intero riassetto sul piano strategico ed industriale societario, la sola ristrutturazione finanziaria potrà avere solo effetti rilevanti sul breve termine.

- ***Fase n3: Ritorno ad uno sviluppo concreto con la conseguenze produzione di flussi reddituali positivi ⑦***

Lo step n3, il cui obiettivo primario sarà il raggiungimento di specifiche finalità di base entro i 3 anni, presuppone un rilancio concreto dell'organismo funzionale organizzato. In questa ultima fase, la prima finalità rilevante da dover prendere in considerazione, sarà lo sviluppo di medio e lungo termine, che garantisca un posizionamento efficace per l'impresa negli esercizi successivi. Nello specifico si procederà effettuando un'analisi che prenda in considerazione ogni nuovo piano strategico, una valutazione interna (risorse finanziarie, gestione operativa, marketing e risorse umane) ed un'analisi esterna (minacce ed opportunità). I differenti processi strategici potranno riguardare il positioning o il mantenimento della posizione diversa precedente assunta alla situazione patologica di crisi (con più entità di risorse e maggiore efficienza), ridurre le dimensioni, creare alleanze o fusioni con altre imprese, ridefinire il core business societario. La realizzazione di un piano strategico necessita di risorse per poter operare nuovi investimenti, che potranno essere definiti direttamente sulla base dei profitti aziendali generali oppure dal conseguente apporto di nuove entità di capitale da parte degli azionisti, individui finanziatori ed investitori. Nel caso di un processo di risanamento di successo, le performance imprenditoriali saranno tali da attrarre l'interesse di fondi di Private Equity o soggetti investitori capaci di implementare ulteriormente l'Enterprise Value. Rimanendo nella sfera dei processi mirati di risanamento e ristrutturazione, specie nelle piccole e medie entità economiche, si renderà sempre più rilevante la necessità di affiancare all'operato dei professionisti, quali potranno per esempio essere legali e commercialisti, una figura più promettente operativa in impresa che integri i vertici dirigenziali nella gestione dell'organismo societario e sia di supporto, specie nella fase di ottimizzazione del piano di risanamento presentato<sup>84</sup>. I processi e le dinamiche quotidiane di tutte le entità economiche presuppongono una fase di sviluppo costante prolungato nel corso degli esercizi, dei processi e delle attività di gestione. Molto spesso le procedure di cambiamento si inseriscono in maniera inaspettata nel normale e ampiamente prevedibile sviluppo di un'impresa. Esempi

---

<sup>84</sup> S. Sciarelli, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam

rilevanti in tal senso sono la perdita di un individuo cliente rilevante, le differenti oscillazioni dei prezzi d'acquisto o un tracollo dell'economia globale. Questi eventi potranno essere prevedibili e riguardare per esempio finanziamenti, internalizzazione o successione. La gestione d'impresa dovrà assicurare il giusto equilibrio tra la stabilità ed il cambiamento mediante adeguate ed efficienti attività di gestione. Un processo di Turnaround dovrà delineare i fattori di inefficienza per tempo, aumentando notevolmente il margine d'azione. Bisognerà in primo luogo puntare sulla trasparenza finanziaria all'interno della vostra impresa, questo vi permetterà di monitorare al meglio i fattori di costo e di sapere dove operare processi di intervento per delineare un aumento del fatturato e ridurre le spese. Rilevante sarà anche la pianificazione programmata dei profitti e della liquidità (budget), che dovrete eseguire ogni mese, sarà necessario inoltre operare una valutazione sequenziale di eventuali divergenze tra i risultati effettivi ed i valori pianificati di base.

#### ***4.2.4 – Gli interventi di maggiore urgenza e la ridefinizione dell’assetto strategico, legato alla governace aziendale***

Le situazioni di inefficienza si sviluppano nell’ombra, l’entità economica reagisce in genere molto tardi quando si manifestano i primi sintomi di una ristrettezza finanziaria. Maggiore sarà il tempo richiesto per il riconoscimento dei segnali che hanno condotto alla crisi ed incrementale sarà il margine di manovra per stabilire primarie scelte da dover prendere in considerazione sul medio e lungo termine. Le situazioni di inefficienza sono causate da condizioni strettamente correlate tra loro, che derivano da una concatenazione a cascata di eventi sfavorevoli, i motivi dovranno essere ricercati da un lato all’esterno dell’entità economica, soprattutto sulla base di cambiamenti negativi della domanda a loro volta correlati al circuito societario e dall’altro all’interni dell’impresa stabilendo un abbinamento inadeguato delle risorse. La ridefinizione di una strategia rilevante sarà la base per poter far fronte alla condizione di inefficienza, il ciclo di vita ed evoluzione della condizione di inefficienza riscontrata prende il via da un deficit strategico rilevante (crisi sul piano strategico), per poi passare a veri e propri problemi di produttività (crisi di produttività) e sfociare sul piano formale in una crisi di liquidità. Spesso la condizione di inefficienza non viene riconosciuta nel corso di un determinato arco temporale, il fattore tempo stabilisce un elemento critico da dover prendere in considerazione poiché si rileverà maggior raggio d’azione per poter arginare la condizione di dissesto conclamata. Le situazioni di inefficienza si protraggono in genere molto prima di diventare visibili, in una specifica fase caratterizzata da deficit strategici e molto spesso il mercato riconosce una modificazione strutturale (per esempio crollo delle componenti di prezzo e nuove tendenze), senza che l’entità economica di riferimento riesca a

reagire in modo efficiente ed efficace. In altre situazioni invece vengono delineate strategie di crescita errate ed in questa specifica fase non verrà sfruttato nessun potenziale di successo duraturo nel tempo, l'ambiente societario verrà percepito in modo distorto e le risorse (capitale, know-how) non verranno impiegate in modo corretto. L'entità dei ricavi relativamente alle fasi di crescita passate non verranno investiti in modo ottimale o verranno addirittura prelevati, così facendo non si potrà definire un margine di plusvalore addizionale impiegabile nelle attività relative alla governance aziendale futura. Nella situazione patologica inerente alla produttività, si manifesteranno i primi segnali di inefficienza nelle vendite, le esigenze degli individui clienti non verranno soddisfatti in modo completo e questo porterà a spostamenti significativi di mercato ed a cali di fatturato. La concorrenza sfrutta le inefficienze aziendali a proprio vantaggio perseguendo una politica dei prezzi sempre più aggressiva e combattuta. La formulazione a livello dei costi fissi porterà inoltre ad un'erosione del margine, il che a sua volta ostacola specifici investimenti delle entità economiche in potenziali futuri. Questo sviluppo negativo porterà a delle determinate ripercussioni sulla più ampia parte dei gruppi di interesse che a loro volta adotteranno misure che aggravano ulteriormente la condizione societaria, si perderanno importanti collaboratori che preferiranno la concorrenza, inoltre gli intermediari finanziari minacceranno di elidere i limiti di conto corrente, gli individui clienti cercheranno di offrire alternative importanti ed i fornitori insisteranno oltremodo su termini di pagamento più brevi. I flussi finanziari mancanti (cash flow), ostacoleranno uno sviluppo sostenibile e senza contromisure adeguate ed a seconda dell'entità delle riserve accumulate in passato, una situazione patologica legata alla produttività potrà sfociare sul medio e lungo termine in una crisi di liquidità con il rischio di insolvenza e di un indebitamento eccessivo<sup>85</sup>. In casi normali mentre da una situazione patologica legata alla strategia a quella della liquidità potrebbero trascorrere diversi esercizi, in una condizione di crisi economicofinanziaria corrente le tempistiche saranno nettamente più brevi e questo passaggio potrà avvenire anche nell'arco di pochi mesi. Questa velocità sarà causata anche dalle dinamiche interne al sistema stesso, nell'evoluzione economica "normale" solo alcuni organismi funzionali societari organizzati saranno colpiti da una condizione patologica conclamata e la causa sarà molto spesso da ricercare all'interno delle entità stesse, per

---

<sup>85</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016

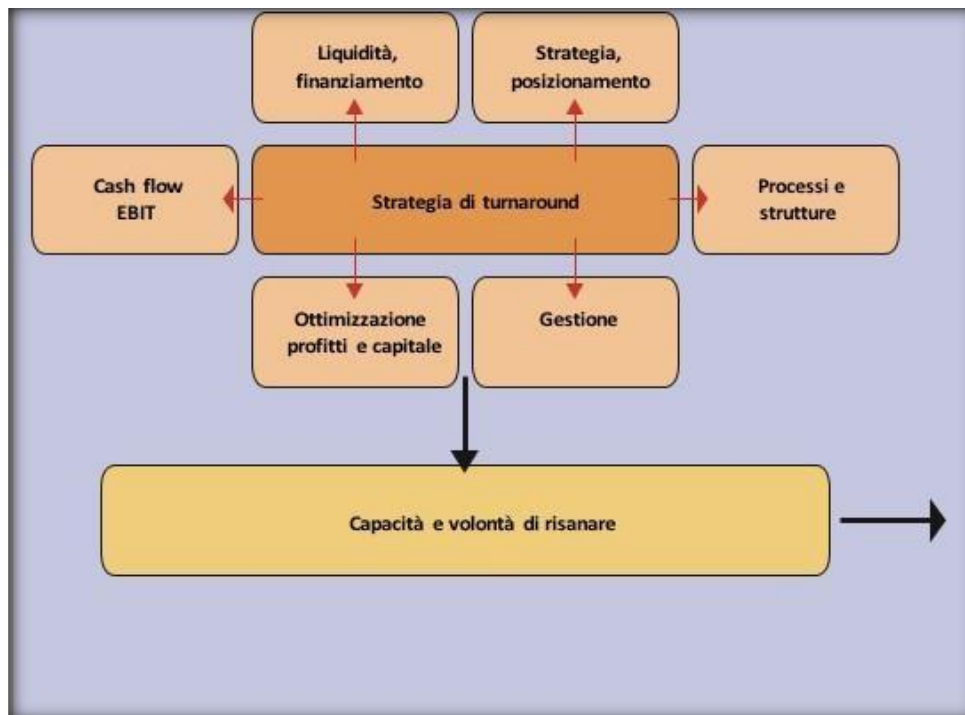
esempio sulla base di decisioni strategiche sbagliate che potranno presupporre conseguenze di base disastrose. Ad oggi invece la causa sarà principalmente da ricercare in una sinergia di creazione del valore internazionale, in questo caso riconoscere i segnali di inefficienza per tempo rappresenterà un fattore molto importante da dover prendere in considerazione. Il soggetto economico potrà sottrarsi a queste disfunzioni sistemiche se individuerà i segnali premonitori che hanno portato alla crisi, questo referente concettuale sarà consigliato tanto nelle situazioni economiche normali quanto più nel contesto economico-finanziario attuale. L'impresa dovrà confrontarsi in modo continuo con la catena di creazione del valore di cui fa parte e con se stessa, un certo grado di trasparenza finanziaria elevata su tutti i mercati, prodotti e clienti societari aiuterà a delineare tempestivamente i segnali che hanno condotto alla situazione patologica da dover arginare. L'individuo imprenditore dovrebbe inoltre valutare e prendere in considerazione gli scenari futuri, questo permetterà di prendere in considerazione le differenti misure in anticipo anche nella situazione in cui si presentassero elementi antagonisti critici in futuro.

- Le due forze portanti che contraddistinguono l'entità economica di riferimento, che inoltre attribuiscono maggior valore aggiunto all'impresa potranno essere la liquidità e il capitale proprio di bilancio. Questi due fattori dovrebbero essere sottoposti in modo regolare a scenari di stress, per riscoprire la capacità dell'impresa a reagire ad eventuali flussi negativi. Nel momento in cui una realtà economica presuppone alla base inefficienze che potrebbero influenzare questi due fattori critici di successo allora l'individuo imprenditore delinea la criticità della situazione in modo razionale e adatterà strumenti immediati per evitare qualsiasi situazione di cessione, fallimento o insolvenza. Il soggetto economico sceglierà quindi di arginare e far fronte alle inefficienze sistemiche mediante un percorso ben formulato di Turnaround, la tabella N5 qui in basso riportata definirà gli step seguiti per un'elaborazione concreta della procedura di risanamento imprenditoriale<sup>86</sup>.

***Tabella n5: Analisi e strategia del processo di risanamento***

---

<sup>86</sup> P. PICIOCCHI, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli, 2016



In genere durante la pianificazione e concreta attuazione del processo in grado di attribuire maggior plusvalore all'impresa, si utilizzeranno diversi moduli e partendo da una valutazione delle cause che hanno contribuito al tracollo societario si deriverà un processo strategico imprenditoriale in grado di risollevare l'entità economica. Il processo di risanamento prende il via dalla definizione di un bilancio critico della condizione corrente a livello societario e delle differenti conseguenze sul piano finanziario, poiché si dovrà stabilire se l'impresa è in grado o meno di perdurare negli esercizi futuri per quanto riguarda il proprio settore operativo di mercato. Se la risposta sarà affermativa occorre definire le condizioni necessarie per preservare tale stato, il che conduce in modo diretto ad un iter di risanamento specifico e ben articolato volto a chiarire tutti gli aspetti correlati all'implementazione dei profitti, della liquidità e del capitale, del risanamento di bilancio, della gestione e degli approcci del nuovo orientamento strategico. Il processo di risanamento si compone di differenti step a seconda della condizione in cui giace l'impresa, per individuare le inefficienze sistemiche che hanno condotto alla situazione patologica e sarà necessario mediante questo processo ben strutturato un'implementazione della liquidità a livello societario che potrà portare l'entità economica ad un risanamento di bilancio in modo globale. La liquidità corrente all'interno di un organismo funzionale rappresenta la linfa vitale utile per la strutturazione del ciclo di vita d'impresa, molte entità falliscono in mancanza di liquidità poiché non riescono a far fronte agli impegni sul breve periodo e l'assunzione quindi di un corretto sistema di gestione del denaro

corrente assume la massima priorità sia durante il monitoraggio dei segnali di crisi, che durante la gestione della crisi stessa. I fattori chiave che garantiscono la ridefinizione di un iter di gestione efficiente sul piano del flusso di denaro corrente, potranno essere la trasparenza, l'organizzazione e la definizione delle priorità.

Per trasparenza, si potrà intendere la fornitura di informazioni finanziarie aggiornate giorno per giorno, una previsione della liquidità di breve periodo, un processo di programmazione continuo della liquidità a 12-14 mesi ed una valutazione delle divergenze di settore operativo<sup>87</sup>. Questi elementi dovranno essere aggiornati, completi ed inoltre la responsabilità sul piano organizzativo dovrà essere assegnata e chiaramente descritta in un solo processo. Solamente chi riuscirà a monitorare i flussi finanziari in entrata ed in uscita potrà gestire in modo efficiente la liquidità, inoltre l'organizzazione dei flussi dovrà essere coordinata dal minor numero di individui preferibilmente a livello centrale, mentre gli altri collaboratori dovranno essere sensibilizzati sul fatto che il flusso corrente è un elemento prezioso da dover prendere in considerazione. Durante una situazione patologica le persone responsabili della liquidità aziendale si riuniscono settimanalmente per una valutazione degli effetti e cause, in modo da poter definire ed operare per tempo eventuali strumenti e misure di risanamento. A questa condizione si aggiunge in modo addizionale la comunicazione costante con gli intermediari finanziari, un coordinamento efficiente dei flussi di cassa correnti presuppone una certa sistematicità di fondo e coerenza. Per un monitoraggio generale della liquidità sarà molto importante attribuire la priorità ai flussi di capitale, con la finalità principale di una rideterminazione della leva di regolazione in modo da poter ridurre i deflussi ed incrementare gli afflussi di liquidità generale. Questa finalità potrà essere conseguita con diversi strumenti, quali potranno essere per esempio, una riduzione sostanziale dei tempi di consegna, gestione mirata degli acquisti e l'alleggerimento delle scorte e coordinamento dei soggetti debitori. L'assunzione di un processo di risanamento ben strutturato consente alle società di evitare una condizione di insolvenza, il termine temporale massimo entro il quale il CDA di un'entità economica dovrà adottare degli strumenti per il superamento della condizione patologica verrà stabilito per legge sulla base dell'entità di capitale proprio iscritto in bilancio, operando una distinzione tra misure conseguenti a una perdita del 50% del capitale e quelle successive

---

<sup>87</sup> M. Veneziani, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli



a un grado di indebitamento eccessivo. Nella prima condizione, se la perdita di bilancio è incrementale rispetto alla metà del capitale azionario e alle riserve legali, le disposizioni impongono al CDA l'assunzione di un'assemblea generale straordinaria incaricata di stabilire i diversi strumenti per stabilire un processo di risanamento efficiente. Nella seconda situazione invece quando il capitale proprio non sarà più coperto, gli individui competenti dovranno segnalarlo al giudice e depositare il prospetto di bilancio. La conseguenza o fase successiva sarà l'operazione straordinaria di cessione d'azienda o un ramo della stessa o il fallimento dell'organismo funzionale organizzato, nel caso in cui il ricorso in tribunale venga evitato occorrerà stabilire strumenti ad hoc per far fronte all'indebitamento. Mediante l'iter di risanamento societario, si delineeranno flussi in entrata correnti o una modificazione strutturale del capitale e del bilancio (mediante l'utilizzo di riserve, valorizzazioni, rinuncia al credito ecc.). Queste misure da dover conseguire varranno sia per piccole società che per grandi realtà aziendali e serviranno soprattutto per tutelare gli individui creditori. Nel caso di inosservanza di queste disposizioni, il CDA rischierà di dover rispondere in prima persona, per le società di persone ad esempio società collettive ed imprese individuali non saranno previste normative sul piano legale di questo tipo ed i soci dovranno rispondere in prima persona con il proprio patrimonio poiché non godranno del beneficio della responsabilità limitata. Anche in questa circostanza, sarà opportuno monitorare l'entità del capitale aziendale per evitare che il patrimonio dell'impresa venga danneggiato, il capitale proprio rappresenta un parametro rilevante anche per una valutazione delle diverse cause che hanno contribuito al dissesto sul piano economico e finanziario. Mediante diversi scenari sarà possibile valutare la capacità allo stress, relativamente al bilancio: questo consentirà di definire già in anticipo misure attuabili per situazioni d'emergenza.

## **CAPITOLO 5**

### **5.2 – LA COOPERAZIONE TRA PMI ED INTERMEDIARI FINANZIARI**

### **5.2.1 – Le combinazioni delle fonti di finanziamento**

Negli ultimi anni le singolari entità economiche hanno modificato le differenti modalità di reperimento delle fonti, per una copertura adeguata del fabbisogno finanziario stabilendo una preferenza per il canale obbligazionario. In una situazione di crisi conclamata e di limitazione dell'accesso al credito da parte delle banche, per favorire uno sviluppo sostenibile ed una ripresa corrente soprattutto in Italia, hanno preso piede nuove modalità utili per facilitare le entità economiche singolari nel reperimento delle fonti di finanziamento. Con il fine prossimo di facilitare un rafforzamento della struttura finanziaria e contribuire alla riduzione della dipendenza da credito bancario. I crediti crunch ottimizzato dagli intermediari finanziari saranno principalmente dovuti a due fenomeni rilevanti, i quali potranno essere: da un lato le diverse limitazioni verranno stabilite dagli istituti di credito stessi, che appaiono come i principali referenti nell'erogazione del credito stesso. Dall'altro lato sarà dovuto ai soggetti creditori deteriorati che sussistono nel prospetto di bilancio dell'entità economiche stesse i quali saranno oltremodo un quarto del totale dei prestiti elargiti. Fino a poco tempo fa, le PMI ricorrevano in linea di massima al credito bancario per effettuare opzioni di finanziamento rilevanti per quanto riguarda gli investimenti, solo in seguito mediante l'introduzione di strumenti attuati al fine di promuovere una crescita adeguata ed uno sviluppo d'impresa, si è cercato di ricorrere a forme addizionali e complementari al credito bancario, quali l'emissione di titoli obbligazionari. I soggetti economici dovranno rendere la propria struttura finanziaria efficiente, questo mediante una diversificazione delle proprie fonti di finanziamento, i titoli obbligazionari emessi dalle PMI potranno essere di breve periodo (cambiali finanziarie per esempio per finanziarie l'attivo circolante), oppure potranno essere inerenti al medio e lungo termine (minibond). Questi strumenti per recupero mirato delle fonti di finanziamento utili per poter protrarre sul settore operativo l'attività d'impresa, dovranno essere ben programmati e prima di procedere con l'emissione di strumenti di debito, il soggetto economico dovrà delineare un prospetto strategico utile al fine di stabilire gli obiettivi e le diverse modalità con cui verranno impiegate le risorse strategiche addizionali raccolte. Una volta definite le diverse modalità, il soggetto economico dovrà far fronte ad una forma di finanziamento ragionevole rispetto alle necessità imprenditoriali di fondo e la decisione di utilizzare per esempio i minibond potrà essere assunta dall'organizzazione economica oppure delineata da professionalità competenti. In questa situazione le banche o gli altri intermediari

finanziari potrebbero attuare azioni in conflitto d'interesse, consigliando alle entità economiche un'emissione dei minibond piuttosto che il ricorso all'affidamento cercando di evitare con questa finalità la presa in considerazione di un fattore di rischio molto alto con conseguenze negative per gli intermediari stessi. I minibond sono strumenti obbligazionari emessi dalle PMI, mediante i quali le singolari aggregazioni aziendali potranno ricorrere al capitale di debito invece che al credito bancario, questa operazione stabilirà sul breve termine la possibilità di usufruire flussi positivi necessari a conseguire gli obiettivi principali d'impresa. Superando in questo modo i diversi vincoli di accesso al credito bancario, ampliati ulteriormente mediante l'introduzione delle disposizioni dettate dagli accordi di Basilea 3. Prima del 2012 la possibilità di emettere queste componenti di debito, veniva stabilito dal Codice Civile ed era utilizzato essenzialmente dalle entità economiche quotate. La disposizione relativa al Decreto Sviluppo 23, ha permesso di emettere questi titoli di debito da parte anche delle imprese non quotate. La finalità principale di questa normativa è stata quella di poter sviluppare un nuovo strumento finanziario al fine di incrementare i vantaggi e le opportunità rilevanti di tutte le PMI facilitando la reperibilità delle fonti di finanziamento rilevanti al fine di poter conseguire le attività inerenti al core business aziendale mediante l'emissione di componenti obbligazionari. Con l'introduzione del Decreto, vengono oltremodo superati limiti sostanziali stabiliti dal Codice Civile, il quale facendo riferimento all'articolo n2412 al comma 1 stabilisce, che un'entità economica non possa emettere componenti di debito per una somma complessiva inferiore al doppio dell'entità del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili che risultano dall'ultimo prospetto di bilancio di esercizio approvato. Le disposizioni promosse nel 2012 hanno comportato una modificazione sostanziale dei referenti generali aziendali, permettendo alle società non quotate in mercati regolamentati, di emettere obbligazioni per un importo eccedente a quanto stabilito dal codice civile. Purché i diversi fattori di debito vengano quotati in mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione, oppure presuppongano il diritto di acquistare o sottoscrivere titoli rappresentativi di una quota del capitale sociale<sup>88</sup>. Le entità economiche quindi, qualora non si presuppongano limiti statutarie sostanziali, potranno contribuire all'emissione di titoli previa deliberazione dell'entità competente.

---

<sup>88</sup> Stefano Branca, Scelte manageriali per le fonti di finanziamento. L'alternativa dei Minibond, Aracne, 2016

I titoli mini-bond potranno essere emessi con una scadenza di medio lungo termine, stabilendo un prolungamento dell'arco temporale delle modalità di finanziamento attribuibili alle imprese. Questo allungamento temporale potrà in sostanza generale una crescente coerenza tra la media della scadenza delle voci di attivo patrimoniale e la durata media del passivo con un miglioramento generale degli indici di bilancio che misureranno la coerenza tra la liquidità degli investimenti programmati ed il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento addizionali. In linea di massima gli strumenti mini-bond presuppongono all'entità economica una certa stabilità del credito nel medio e lungo periodo, senza il rischio di richieste anticipate di un rientro dalle linee di credito. Le PMI non quotate in mercati regolamentati potranno emettere minibond a condizione che vengano rispettati alcuni punti chiave, necessari ad essere osservati:

- L'ultimo bilancio d'esercizio dovrà essere valutato ed analizzato da parte di un revisore legale o una società di revisione iscritta nel registro dei revisori legali o società di revisione.
- I minibond dovranno essere destinati agli investitori qualificati, il Decreto emanato inoltre presupponeva come ulteriore requisito di fondo la sussistenza di uno sponsor ( banca, impresa d'investimento ) il quale aveva come finalità principale quella di poter fornire un supporto alle piccole e medie imprese durante l'emissione e l'allocazione dei titoli. Questa normativa ha subito una modificazione rilevante nel momento in cui è stata convertita in legge, rendendola obbligatoria per i soli effetti finanziari.
- ⑨ Le fasi sequenziali da seguire per l'emissione dei titoli minibond, potranno essere: - Analisi sulla fattibilità economico e finanziaria dell'emissione.
- Determinazione delle condizioni correlate all'emissione dei titoli, quali potranno essere per esempio durata ed ammontare del prestito, tassi di interesse, eventuali garanzie offerte e piano di rimborso.
- La valutazione del rating di impresa ( non obbligatorio ma consigliabile al fine di poter rendere l'investimento effettuato più sicuro ).
- Ricerca di investitori ed emissione dei titoli.

Affinché le diverse entità economiche possano procedere con la quotazione dei titoli minibond sul mercato di riferimento ( ExtraMot PRO ), dovranno rendere pubblici gli ultimi due bilanci di esercizio di cui l'ultimo revisionato e strutturare un documento informativo che integri

informazioni rilevanti sulla storia d'impresa, sulla posizione occupata sul mercato , sull'andamento economico e finanziario, sui principali azionisti e così via. Successivamente la quotazione dei titoli sarà richiesta una pubblicazione dei prospetti di bilancio revisionati, dei conseguenti giudizi di rating se pubblici, l'informativa stabilita per qualsiasi modificazione dei diritti sostanziali dei portatori di interesse ed eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti. Un'emissione di questi titoli potrà conseguire vantaggi da una parte e svantaggi dall'altra parte, per quanto riguarda i vantaggi possiamo sostenere che si potrà sottolineare la possibilità per le imprese emittenti un rimborso per la somma ottenuta mediante due diverse modalità: bullet, ossia interamente a scadenza e ammortising. Una seconda modalità da dover prendere in considerazione, sarà riconducibile alla possibilità di poter emettere il titolo senza alcuna garanzia di fondo. In conclusione per quanto riguarda invece gli svantaggi, possiamo stabilire che l'entità economica nel caso in cui non pagasse cedole , potrebbe incorrere nel rischio di dover restituire in modalità anticipata l'intera somma. Dalle argomentazioni fin qui sostenute possiamo appurare come la struttura finanziaria delle entità economiche italiane, in particolare per quanto riguarda le imprese di piccole dimensioni, potrà essere un ostacolo per l'ottenimento di strumenti finanziari non bancari e renderà difficile il reperimento di nuove risorse addizionali, sia a titolo di debito che di capitale. Questo ha portato sulla base di alcuni referenti concettuali aziendalistici, a stabilire come la crisi per quanto riguarda le imprese italiane coincida con la situazione patologica di un sistema industriale e della sua struttura obsoleta e non competitiva. Gli effetti della crisi sono amplificati dagli squilibri finanziari esistenti, benché questi non fossero la causa diretta della crisi stessa. I problemi strutturali hanno ampliato le conseguenze di un fenomeno endogeno e queste problematiche potranno non essere risolte in modo semplice mediante nuovi strumenti di finanza. In una prospettiva futura, le differenti fonti di finanziamento societarie dovrebbero risultare più omogenee con il resto d'Europa e paesi sviluppati, dove le fonti addizionali di finanziamento bancario non sono dominanti, ma in diretta concorrenza con altre modalità che attribuiscono valide alternative di capitale e debito. Per quanto riguarda gli intermediari finanziari, le nuove normative hanno risposto alla necessità di un decremento dei rischi in conseguenza del significativo deterioramento sotto il profilo qualitativo della componente di credito e la necessità conseguente di allineare gradualmente le nuove norme sulla base dei requisiti patrimoniali ( Basilea 3 ). La situazione patologica che

influenza le banche, leva finanziaria impiegata per sostenere le entità economiche finanziariamente sbilanciate ha indebolito prima di tutto le banche e poi con un effetto a spirale, le aziende non finanziarie. Di conseguenza le imprese di credito hanno ulteriormente portato ad un decremento dei flussi finanziari in uscita verso le imprese. Il ricorso al mercato dei capitali potrà rappresentare dunque, un canale addizionale al credito bancario elargito o meglio potrà figurare come una modalità complementare. Questa sarà un'opportunità da poter sfruttare sia per le banche sia per le imprese: si aprirà un nuovo rapporto tra due individui che consentirà alle imprese di avere accesso a fondi di finanziamento alternativi con il supporto ( consulenziale ) di un intermediario finanziario quale potrà essere la banca. Quando infatti un'entità economica prende contatto con una banca per emettere per esempio dei titoli minibond, l'intermediario finanziario valuta il merito creditizio e la fattibilità del progetto su cui basare l'emissione dei titoli obbligazionari. Il duplice impegno da parte delle imprese e delle banche sarà necessario, ma non sufficiente poiché gli investitori finali saranno necessari in quanto senza un loro intervento mirato il mercato non decolla. In questa situazione delineata i soggetti economici avranno la necessità di riformulare la propria leva finanziaria, ossia elidendo parte del diaframma giuridico ed in questo modo così facendo potranno rendere la propria struttura valutata dal punto di vista finanziario più efficiente e flessibile attraverso la messa impiega di strumenti e fonti di finanziamento addizionali. La determinazione di un canale finanziario implementato passa per il ricorso ad uno specifico intermediario finanziario oppure mediante il ricorso diretto al mercato ( emissione dei titoli)<sup>89</sup>.

Dopo aver delineato e chiarito alcune fonti di finanziamento possibili dobbiamo valutare e descrivere la finanza strutturata, che si presenta come una complessa area di attività che potrà integrare una casistica ampia di processi ed i principali saranno di medio e lungo termine. Le differenti operazioni e processi rientranti in questa tipologia presupporranno la messa in pool di iter patrimoniali e la conseguente vendita ai soggetti investitori di titoli di credito divisi in tranche, emessi sulla base del flusso monetario generato dalle attività sequenziali stesse.

Questo sistema ha assunto una certa rilevanza come mezzo per un trasferimento della componente di rischio creditizio, il margine delle emissioni ha subito un'importante crescita negli ultimi anni in ugual

---

<sup>89</sup> Edoardo Cintolesi (Autore), Emiliano Limiti, La valutazione delle aziende nella net economy. Fattori critici, fonti di finanziamento e metodologie valutative, Giuffrè, 2002

modo con un progresso su base tecnica compiuto circa la modellizzazione matematica e statistica assunta dal fattore di rischio preso in considerazione. La logica di un'operazione strutturata prevede in genere la sussistenza di un'entità veicolo ( SPV ( SPV, Special Purpose Vehicles) il quale indirizzerà i flussi di cassa in entrata ed in uscita dell'operazione. I differenti iter di finanza strutturata vengono definiti dunque, off-balance sheet financing poiché il veicolo diviene il centro d'imputazione di tutte le diverse variabili economiche-patrimoniali generate dall'iniziativa. Presupponendo che sia il veicolo il destinatario dei diversi finanziamenti assunti ed essendo lo stesso dotato di un proprio patrimonio, gli attivi strumentali della gestione al progetto risultano divisi dal proprio patrimonio rimanente degli individui che hanno creato la stessa fonte veicolo. Questi diventano una garanzia a favore dei soggetti creditori, differenti potranno essere le operazioni di finanza strutturata che stabiliscono l'utilizzo di un veicolo<sup>90</sup>:

- Cartolarizzazioni
- operazioni di Project Finance;
- operazioni di Leasing (su grandi cespiti
- operazioni di Leveraged buy-out

Il vantaggio di un iter off-balance rispetto ad una corporate deriva dall'isolamento degli asset di fondo a garanzia della fonte di finanziamento di un'entità giuridica apposita. Questo può comportare che il merito creditizio dello sponsor e del Veicolo sia differente e, in caso di risultati negativi dell'operazione, per lo sponsor non si avrebbero ripercussioni. Il vantaggio è, dunque, triplice: i) separazione dell'operazione dall'attività dello sponsor; ii) separazione dei patrimoni; iii) valutazioni differenziate del rischio. Sulla base di alcuni referenti teorici, il fattore di convenienza dello sponsor potrà derivare sia dalla minore entità di costo complessivo e sia dalla capacità propria di finanziamento che rimarrà immutata. In sostanza la conformazione strutturale dello sponsor non subirà modificazioni concrete infatti non potrà variare e ricorrere a canali tradizionali per effettuare investimenti di altra natura. I veicoli all'operazione deriveranno dal trade-off costi/benefici, queste operazioni sistemiche potranno non essere adeguate a micro e piccole realtà italiane. I differenti strumenti, qui in seguito riportati saranno costruiti su misura per le imprese che avranno particolari esigenze e

---

<sup>90</sup> Stefano Branca, Scelte manageriali per le fonti di finanziamento. L'alternativa dei Minibond, Aracne, 2016

per i diversi manager che si avvalgono di esperti consulenti finanziari. Le efficienze apportate sotto il profilo giuridico e finanziario viaggeranno in parallelo con la convenienza fiscale, presupponendo di fondo l'intervento o la creazione di diversi soggetti in ambito nazionale differente che si avvaloreranno di regimi fiscali diversi.

### **⑦ Cartolarizzazione dei crediti nelle PMI**

Le diverse modalità di cartolarizzazione del credito vengono attuate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari sia esistenti che disponibili in futuro. L'entità delle somme stabilite dal soggetto debitore sono veicolate in via definitiva, dalla società cessionaria al soddisfacimento dei diritti integrati nei titoli emessi, dalla stessa o da un'altra entità economica per poter finanziare l'opzione d'acquisto di tali crediti ed il pagamento del fattore di costo dell'operazione. Gli individui che rientrano nell'iter di tale processo, oltre al soggetto cedente, alla società che cartolarizza i differenti crediti, all'arranger, al servicer e al subservicer sono anche le diverse agenzie di rating e tutti gli individui che forniscono un servizio di consulenza legale e revisione che si affiancano a tale operazione. Questo processo nel concreto si presenta come lento e complesso ed occorrono tutta una serie di collaboratori anche dopo aver veicolato le diverse obbligazioni. Tutti questi individui nella realtà sono per lo più banche o satelliti di banche ed in questo modo coltivano un nuovo e fiorente processo o attività consulenziale. Normalmente questo tipo di processi non saranno spendibili per piccole o micro imprese, ma per entità economiche medie e grandi, comunque per fonti d'investimento di una certa entità, altrimenti i fattori di costo dell'iter protratto nel corso degli esercizi non potrebbero essere coperti.

### **⑦ Il Project Finance**

Il Project Finance è una forma di finanziamento strutturato di un singolare soggetto economico, specificamente creato dagli sponsor mediante l'apporto di capitale il cui finanziatore considera i flussi di cassa come la fonte del rimborso del prestito e i differenti asset solo come una garanzia collaterale. In genere si tratta di un finanziamento bancario e con meno frequenza avviene mediante un'emissione di titoli obbligazionari, il vantaggio addizionale deriva dal fatto che è indipendente dall'affidabilità e capacità dell'entità del fattore di credito relativa agli sponsor, dagli individui che hanno avuto l'idea imprenditoriale di avviare il progetto imprenditoriale e che spesso ne finanziano la dotazione di mezzi propri.



Mediante referenti concettuali aziendalistici sarà possibile schematizzare l'operazione di project finance:

- Il soggetto debitore sarà un'entità progetto costituita ad hoc ed indipendente dagli sponsor ( quello che abbiamo delineato la maggior parte delle volte come veicolo ).
- L'integrazione dello sponsor in un operazione è limitato nel tempo, in genere rimane in essere fino al periodo di startup.
- La rischiosità del progetto rimane allocata in maniera appropriata tra tutti i diversi individui interessati all'operazione.
- I differenti flussi in entrata ed in uscita dell'operazione saranno in ugual modo sufficienti a far fronte alle diverse uscite a scadenza ( compresi i costi operativi, quote e costo del finanziamento ).

### **⑦ Le operazioni di Structured leasing**

Questa operazione si concretizza in sostanza in un contratto di leasing finanziario, che presenta come asset sottostante un bene di natura variabile ma comunque che presuppone di fondo un'entità di valore più o meno alta. In concreto quindi il processo si presuppone come strutturato poiché occorre una complessa e particolare costituzione della stessa poiché si riferirà ad un asset di dimensioni ( relativa o assoluta ) rilevanti o meno e si stabiliranno i vantaggi che la fanno diventare primaria rispetto ad altre possibilità di finanziamento. Questo sarà coerente con gli aspetti ed approcci Tax based financing che avranno come obiettivo primario una massimizzazione dello spazio economico disponibile relativamente alle diverse variabili fiscali. I beni utilizzati per queste operazioni potranno essere in genere beni immobili di svariata natura ed utilizzo ( fabbricati, macchinari, navi, aerei ecc ) o oltremodo interi impianti industriali. Ci saranno poi quelle di finanza più evoluta o sviluppata che prevedranno l'impiego di marchi, interi complessi funzionali organizzati ecc. E' evidente come il globale iter si influenzi dal profilo merceologico del bene immobile oggetto di leasing e dai diversi profili giuridici che configureranno l'operazione. Sulla base della sovrapposizione di queste caratteristiche emerge la complessità, il fattore di costo comunque riscontrato e la convenienza sotto l'aspetto operativo dell'intero processo avviato. Essendo molto complessa l'operazione presa in considerazione, non sarà possibile stabilire un'analitica tassonomia delle

diverse configurazioni, ma in genere sussistono tre fondamentali categorie di riferimento, le quali potranno essere:

- Processi di Standardized o leveraged leasing, si tratta di operazioni che si basano sul ricorso alla leva finanziaria utilizzabile per ogni cooperazione, che sulla base della dimensione giustifichi il ricorso ad un pool di finanziatori esterni rispetto all'operazione originaria assunta. Si cercheranno di operare maggiormente questi processi in presenza di agevolazioni fiscali.
- Operazioni di "Synthetic leasing", si prevede la sussistenza di un veicolo dedicato all'operazione che acquisisce il bene. Tenderanno ad essere preferiti questi processi anche in presenza di agevolazioni fiscali e vi sarà la possibilità che l'iter si trasformi in un leasing operativo.
- Operazioni di "Asset Management", in sostanza si utilizzerà la struttura del lease-back come logica di accelerazione del proprio vantaggio fiscale prodotto sulla base del valore del leasing finanziario rispetto alla proprietà del bene e di creazione del valore di ricchezza finanziaria particolarmente sostenibile.

### 🔗 **Leverage by out**

Il Leverage buy out rappresenta un iter di finanza strutturata, impiegata in genere da operatori di Private Equity che permettono l'acquisto di un'entità economica o di un ramo della stessa mediante il ricorso ad una componente di debito che permetta un certo finanziamento e quindi presupponga un certo indebitamento della società stessa. In generale l'operazione avviata è a cura dell'individuo acquirente ( sponsor ), la costituzione di una nuova entità economica ( New Company ) che si indebiterà per realizzare il processo di acquisizione. Se l'iter di acquisto riguarderà in particolare un'impresa, un suo ramo o un gruppo di attività, la componente di debito dovrà essere remunerata e ripristinata mediante i flussi di cassa dell'azienda o dalla conseguente cessione dell'attività d'impresa. Se l'operazione prevedrà l'acquisto di titoli partecipativi, si potrà procedere remunerando e rimborsando il debito della Newco attraverso i dividendi della società partecipata e la sua conseguente cessione ovvero mediante la realizzazione di una fusione tra l'impresa target e la Newco ponendo i flussi di cassa della target e le sue attività direttamente al servizio del debito contratto per una sua

acquisizione. Giacché l'iter in genere per la nuova società porta al sostenimento di un indebitamento finanziario incrementale, tale processo è preferibile con società target avente un minor grado di leva finanziaria e che hanno un'alta capacità di generare flussi di cassa, tali da poter ripristinare i crescenti oneri finanziari.

### 🕒 *Il leasing azionario*

Mediante il processo di leasing azionario una società potrà aumentare l'entità del proprio capitale facendolo sottoscrivere da una specifica società di leasing, che poi lo concederà in locazione alla società stessa, ovvero alla sua controllante predisponendo uno specifico riscatto finale. Si tratta di uno strumento patrimonializzante che però lascia l'attività di gestione ai soci, frazionando nel corso degli esercizi l'esborso finanziario relativo all'incremento dell'entità del fatturato. Rappresenta una modalità utilizzata in genere per un preciso passaggio generazionale che favorirà l'ingresso di nuovi soci, spesso venture capital o di private equity. In Italia questa operazione potrà essere predisposta anche su quote di Srl, anche se in questo caso il soggetto utilizzatore non potrà essere la società stessa, poiché sussiste il divieto esplicito civilistico di compiere operazioni sulle proprie quote. Il conseguente vantaggio dell'operazione sarà duplice, da un lato sarà possibile finanziare un aumento dell'entità di capitale e dall'altro stabilire un passaggio generazionale non traumatico e con un certo timing adeguato. In questo specifico settore operativo l'operazione o il processo potrà assumere parametri di elevata complessità, potrà inoltre anche essere stabilita un'operazione di sale and lease back o ancora affiancarsi al passaggio di quotazione borsistica della società. Negli ultimi anni si è appurato come sia sempre più evidente lo sforzo dell'individuo legislatore nell'emanare nuove norme che favoriscano e incentivino le entità economiche italiane a diversificare le loro fonti di finanziamento sul mercato, favorendo la coesione con il settore pubblico dei capitali ma anche ai nuovi strumenti digitali che facilitino la disintermediazione fra il risparmio ed impiego. Queste modalità diverse consentiranno il reperimento di nuove risorse addizionali per progetti diversi ed iniziative imprenditoriali da individui risparmiatori/investitori mediante l'utilizzo di alcuni portali on-line, ottimizzati attraverso i quali si potranno eseguire tutti i singolari processi di investimento bypassando tutte le tipiche procedure del sistema bancario. La fase di sviluppo crescente ha spinto i legislatori europei ad assumere una disciplina unica comunitaria che evitasse arbitraggi regolamentari ecc. Se da un

lato la logica di sviluppo sull'equity crowdfunding sta seguendo una direttrice ben definita, dall'altro lato ben diversa è la situazione della normativa che riguarda il lending crowdfunding che vede le istituzioni bancarie europee affannarsi per la promulgazione di una disciplina che vada a colmare l'assenza di una protezione normativa su questa specifica tipologia di piattaforme che contraddistingue il suo business. Per attribuire un concreto valore alla realtà imprenditoriale, queste operazioni sono preliminari per poter conseguire un certo risultato con delle performance misurabili sul breve termine, tenendo conto anche delle onerosità che contraddistinguono il mercato bancario e quello finanziario nazionale.

Uno dei modelli più usati di direct fund lending in Italia è rappresentato dal Peer to peer, ossia uno strumento messo a punto per importanti investimenti monetari, una forma di finanziamento in cui il prestatore presuppone la possibilità di valutare in una piattaforma tutte le possibili richieste aggiuntive di finanziamento, prendendo in considerazione le differenti caratteristiche del progetto presentato e l'identità del richiedente e valutando il differenziale di rapporto tra il rischio correlato ed il tasso di interesse promesso. Si tratterebbe di un modello trasparente ma che espone il soggetto ad un elevato rischio sistemico di insolvenza, risulta in questo modo time-consuming per l'individuo prestatore. Ad oggi invece sono le diverse piattaforme di investimento che forniscono tutte le informazioni utili all'individuo investitore e si opereranno per allocare in modo autonomo il denaro differenziandolo fra i progetti ritenuti ammissibili, secondo le differenti offerte preposte dai soggetti prestatori. Questi ultimi non avranno la possibilità di poter scegliere o sapere a priori chi sarà il soggetto finanziato ma potranno sapere in tempo reale se i diversi pagamenti a servizio del finanziamento saranno regolari oppure no. I rimborsi del capitale nonché i diversi interessi che vengono pagati ogni mese verranno automaticamente reinvestiti, a meno che l'individuo prestatore non dia disposizioni diverse. I soggetti richiedenti riceveranno una risposta adeguata dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse prefissato, che presupporrà una remunerazione netta per il soggetto prestatore, più un margine aggiuntivo per la piattaforma ed eventuale margine incrementale che va a finanziare un fondo di sicurezza a garanzia dell'entità dei crediti non risarciti o rimborsati. In conclusione in questo paragrafo abbiamo potuto appurare come esistano differenti modalità di finanziamento operabili dalle PMI, le entità economiche hanno bisogno di ingenti capitali utilizzabili in una primaria fase di

costituzione per l'acquisto di impianti, arredamenti e tutti gli investimenti necessari sia durante il ciclo di vita dell'impresa che per tutte le diverse operazioni conseguenti di gestione.

Per questo sarà necessario stabilire il fabbisogno finanziario del soggetto economico e dopo aver stabilito quali saranno gli investimenti attuabili si stabilirà di quanto capitale si avrà bisogno ed infine si sceglierà il tipo di finanziamento più adatto sul breve termine oppure sul medio e lungo periodo. Questo iter che verrà denominato anche gestione finanziaria, avrà come obiettivi anche l'equilibrio finanziario e monetario. Per equilibrio finanziario si intende la capacità dell'entità economica di reperire ingenti entrate o fonti di finanziamento necessarie per far fronte ai propri investimenti, invece per equilibrio monetario si intenderà la capacità del soggetto economico di poter affrontare le uscite in denaro. Sarà opportuno che gli investimenti sul lungo periodo ( per esempio acquisto di beni strumentali ) siano messi appunto utilizzando finanziamenti della medesima durata, attraverso debiti a breve termine solo per le uscite correnti ( per esempio acquisto di merci, stipendi, energia elettrica ). Nelle grandi realtà imprenditoriali il processo di gestione finanziaria è coordinato da un direttore finanziario ( CFO), che si occupa di promuovere una gestione efficiente dei flussi finanziari in entrata ed in uscita. Nelle entità economiche di medie dimensioni se ne occuperà il direttore amministrativo, che normalmente disciplina gli adempimenti e clausole legate al personale, contabilità dell'impresa, cura gli aspetti fiscali ed intrattiene i rapporti con gli individui clienti e fornitori<sup>91</sup>. Mentre nelle piccole realtà societarie sarà il titolare dell'impresa che curerà i diversi aspetti finanziari della propria attività. Le diverse fonti di finanziamento potranno essere interne oppure esterne, saranno fonti interne il capitale proprio versato in modo diretto dai proprietari dell'impresa che verrà denominato anche capitale di rischio poiché potrà essere perso tutto oppure in parte se l'entità economica verserà in una situazione di dissesto conclamata, saranno invece fonti esterne i finanziamenti che si riceveranno da entità esterne alla realtà imprenditoriale ( banche, fornitori e risparmiatori ). Le fonti esterne saranno denominate anche capitale di terzi, di credito oppure di prestito, a differenza delle fonti interne quelle esterne dovranno essere restituite entro una precisa scadenza prefissata e prevedranno il pagamento di interessi. Le fonti esterne ed interne potranno essere impiegate contemporaneamente e per questo motivo si definiranno complementari, potranno essere anche concorrenti tra loro poiché di volta in volta si sceglierà quale fonte sia più adatta tra le due

---

<sup>91</sup> Jeremy Hope, Dalla gestione dei numeri alla gestione manageriale: il CFO oggi, il Mulino, 2015

### ***5.2.2 – Ciclo di vita societario e fabbisogno finanziario***

Nel capitolo precedente abbiamo potuto appurare i diversi strumenti impiegati per sostenere e reperire fonti aggiuntive esterne utili per conseguire risultati derivanti dalla facilitazione e della messa in atto di investimenti operabili per il raggiungimento dei primari obiettivi dell'entità economica. In questo paragrafo analizzeremo il fabbisogno finanziario programmabile in relazione al ciclo di vita dell'impresa che potrà essere organizzato mediante strumenti utilizzati per definire e indirizzare nei diversi esercizi l'attività imprenditoriale verso finalità che apportino un certo plusvalore all'interno dell'impresa. Una delle problematiche relativamente alla scelta delle fonti di finanziamento da organizzare, sia sulla base di termini quantitativi che qualitativi dovrà essere presa in considerazione non soltanto sulla base della necessità di capitali correnti per l'entità economica, ma anche in ragione dei bisogni prospettici come delineate in relazione alle strategie promosse nel medio e lungo periodo. Si definirà una nuova connotazione per una valutazione finanziaria aziendale, l'attenzione si focalizza in modo progressivo su differenti livelli d'analisi prendendo in considerazione via via le influenze della funzione commerciale, gli obiettivi di crescita diversi e d'investimento. I diversi strumenti messi in atto per fornire un adeguato supporto al responsabile finanziario non potranno strettamente soltanto correlarsi con i soli indici di bilancio, i quali pur rivestendo un importante ruolo nella focalizzazione dei fabbisogni e nell'analisi della struttura finanziaria ottimale, presuppongono un punto di vista limitato sottoposto a vincoli e deficienze. Oltre alle specifiche limitazioni a cui viene sottoposto ognuno degli indicatori impiegati, si dovrà tener conto degli effetti in primo luogo che una valutazione ben coesa dei ratios aziendali non è in grado di delineare. Anche se, si deciderà di far interagire tra loro i diversi indici senza soffermarsi su un determinato aspetto dell'analisi, la valutazione sul fronte finanziario si presenterà priva di una connotazione dinamica e flessibile. Quello in che interessa a noi è focalizzarsi su un trend o andamento del fabbisogno finanziario con il duplice obiettivo di permettere una gestione anticipata del suo andamento prospettico, per contenere i fattori di costo relativamente ai finanziamenti strutturati ed operare una limitazione dei picchi positivi e negativi. Anche se si volessero utilizzare queste modalità operative, che permettano il raggiungimento di alcuni obiettivi di fondo nel prossimo esercizio, i vantaggi apportati non compenserebbero le difficoltà diverse nelle stime o valutazioni da effettuare. La finalità raggiungibile, non avendo una visione totalitaria della situazione finanziaria aziendale,

porterebbe a focalizzare l'attenzione su un singolo obiettivo elidendo una sincronizzazione con gli altri indicatori di risultato. In un'analisi per flussi, si cercherà di focalizzarsi sulle variazioni che hanno influenzato il capitale circolante netto, trascurando l'indagine sulle modifiche seguite sul cash flow. Questo referente concettuale sarà utile per evidenziare le leve diverse che permettano una miglior gestione del vantaggio competitivo derivante dal capitale circolante e per una totalitaria valutazione delle dinamiche monetarie sarà indispensabile procedere tenendo conto delle variazioni del cash flow sia quale potrà essere inteso come fabbisogno finanziario che sorgente interna per l'espansione. Solo una coesione congiunta di indici di bilancio, leva finanziaria ed economica, variazioni del capitale circolante netto e del cash flow permetteranno di sottolineare una corretta ed integrata visione dell'equilibrio economico-finanziario imprenditoriale. Sarà pertanto necessario poter valorizzare il flusso di cassa definito dalla gestione caratteristica, sia per un decremento relativamente all'impiego delle fonti di origine esterna di finanziamento sia nell'ottica di una gestione maggiormente supportata dal punto di vista dell'efficacia e dell'efficienza. Sotto questo punto di vista si rileverà strumentale un'ottimizzazione del monitoraggio relativo al cash flow. Durante la predisposizione del prospetto di budget sarà terminante affidare al management specifici obiettivi non soltanto di natura economica, ma anche patrimoniali e quindi finanziari al fine di tenere sotto controllo non soltanto il risultato economico ma anche di cash flow tale da contribuire ad una riduzione sostanziale del rischio di liquidità. Si definisce l'importanza e l'impatto di ogni scelta programmata operativa, ossia delle diverse decisioni assunte dai quadri in relazione all'andamento del cash flow, diventerà però strumentale una verifica attenta tra l'assegnazione di questi indicatori finanziari e l'effettivo potere decisionale sulle specifiche leve gestionali<sup>92</sup>.

La finalità assunta preposta è la responsabilizzazione delle risorse umane che detengono l'effettivo potere decisionale senza presupporre alcun obbligo o vincolo comportamentale agli stessi, anzi incentivandoli e motivandoli al raggiungimento di un obiettivo comune di coesione circa la gestione e la pianificazione finanziaria aziendale assunta. Una sostanziale responsabilizzazione e motivazione non vengono percepiti mediante una semplicistica imposizione di una serie di criteri puntuali organizzati obiettivo, si richiede inoltre un

---

<sup>92</sup> Jeremy Hope, Dalla gestione dei numeri alla gestione manageriale: il CFO oggi, il Mulino, 2015

coinvolgimento protratto lungo tutte le diverse fasi dell'individuazione degli indicatori. In sostanza si tratta di non limitare un approfondito esame congiunto dei principali fattori ed interrelazioni della posizione organizzativa analizzata, anche quando sia protratta al fine di una profonda conoscenza delle relazioni rispetto al ruolo d'analisi. Si dovrà bensì protrarre una graduale partecipazione all'interno dell'iter di pianificazione strategico e finanziario. Per quanto riguarda la funzione finanziaria assunta dal management, si può delineare secondo alcuni referenti concettuali una gestione del fattore capitale, ossia facendo riferimento ad una fase dell'acquisizione, una fase secondaria dell'utilizzo, superando una primordiale accezione limitativa e subordinata dell'area di competenza confinando sui soli problemi di finanziamento dell'entità economica.

Verrà attribuita infatti all'area di competenza della funzione finanziaria ogni singola operazione che abbia per oggetto una gestione dei flussi di risorse di capitale, questo facendo riferimento ai processi che ne alimentano l'origine e alle decisioni che orientano l'utilizzo degli impieghi considerati in una procedura di valutazione integrata. In base a questa logica, le finalità della funzione finanziaria potranno essere classificati in compiti di gestione diretta, controllo finanziario e compiti misti. I primi saranno riferiti in modo diretto alle aree decisionali di esclusiva competenza della funzione finanziaria, quali potranno essere per esempio il coordinamento delle fonti esterne, gestione della tesoreria e gestione degli investimenti finanziari. Il potere di controllo finanziario attiene alla valutazione, sulla base di un rapporto degli obiettivi propri della finanza, di decisione di pertinenza di altre aree funzionali che presuppongono riscontri sulla dinamica delle risorse di capitale. Si tratta in questo caso, tipicamente delle decisioni inerenti i fattori d'investimento in beni strumentali ed in scorte di magazzino, investimenti immateriali. Viene inclusa in questo compito di controllo anche l'attività di pianificazione e programmazione finanziaria della complessiva attività societaria che troverà un adeguato riscontro nella redazione di piani finanziari, budget di cassa e controllo a consuntivo. Il modello di pianificazione finanziaria rappresenta la massima espressione del contributo ai risultati dell'entità economica, in un iter di pianificazione viene a formarsi una matrice di governo del complessivo flusso di fondi strettamente correlato con le decisioni economiche e finanziarie assunte che daranno attuazione alle politiche imprenditoriali nel quadro delle strategie perseguite. Il focus o oggetto è la verifica delle compatibilità finanziarie dei piani programmati al fine di conciliare la formazione del



fabbisogno finanziario con la capacità di finanziamento interno ed esterno, nel rispetto di condizioni di equilibrio tra le fonti di finanziamento (debiti e mezzi propri) e tra fonti ed usi (durate dei rispettivi cicli), in relazione alla combinazione tra rischio e rendimento perseguita dall'entità economica. All'interno dell'entità economica invece i compiti misti fanno riferimento ad iter di intervento che operano in modo congiunto, questi presupposti di fondo riguardano la gestione dei crediti commerciali ed i debiti di fornitura, oggetto di assunzioni che maturano e trovano primaria giustificazione nelle aree di competenza dei centri di responsabilità della commercializzazione dei prodotti e gli acquisti. La funzione finanziaria oltremodo è direttamente coinvolta sia in ragione delle finalità perseguite sia in ragione della funzione propria finanziaria a supportare i processi preliminari di acquisto e vendita mediante l'ottimizzazione delle condizioni, strumenti finanziari ampiamente strutturati che consentano di assicurare in ugual modo vantaggi competitivi all'entità economica. Sulla base della differenziazione dei compiti legati alla struttura finanziaria emerge nello specifico che essa presuppone una duplice veste funzionale, ossia quindi da un lato stabilisce un collegamento tra impresa ed ambiente finanziario da questo riceve dei fattori di capitale nel cui costo, disponibilità e condizioni diverse di erogazione saranno contenuti le opportunità differenti ed i connessi condizionamenti. Oltremodo dall'altro lato si presuppone alla finanza una funzione di trasmissione all'interno dell'entità economica per quanto riguarda le regole differenti di selezione e controllo, natura dei beni fungibili del fattore capitale ecc. Facendo riferimento alle finalità della funzione si potranno differenziare, quanto meno, due rilevanti impostazioni diverse dal diverso collegamento riconosciuto agli obiettivi della funzione con i fini ultimi dell'entità economica. Una primaria impostazione riconosce alle decisioni finanziarie assunte finalità strumentali rispetto alla mission aziendale, la funzione finanziaria stabilisce i suoi compiti focalizzandosi a garantire alla gestione propria condizioni di un funzionamento equilibrato che definiscano un obiettivo intermedio in relazione agli obiettivi strategici propri del soggetto economico. Secondo questo referente concettuale, la finanza delineata dovrà stabilire un certo equilibrio economico flessibile di fondo tra le fonti diverse e gli impieghi e assicurare condizioni di flessibilità in relazione alla struttura finanziaria e di mobilità delle risorse di capitale tali da poter in modo corrente ed immediato far fronte a fabbisogni imprevisti e necessari generati da esigenze particolari dell'entità economica di riferimento. La funzione finanziaria nel conseguire le proprie finalità, opererà attraverso un rapporto di integrazione reciproca con le altre funzioni societarie senza che si possa riconoscere una posizione di preminenza o subordinazione.

Un secondario referente teorico presuppone che la massimizzazione della ricchezza netta dei portatori di capitale di rischio, assume come ultimo fine quello di poter portare alla coincidenza gli obiettivi dei managers finanziari con adeguate finalità proprie dell'entità economica. Questa modalità permette il superamento di approcci basati su una logica contabile, meno soddisfacenti sul piano attitudinale per produrre una corretta valutazione dei risultati delineati dall'uso del capitale. Su questa interpretazione fa riscontro una evidente sovrastima del ruolo assunto dalla gestione finanziaria nell'ambito della complessa struttura economica dell'impresa, venendo la prima di fatto ad identificarsi con il processo di gestione stesso dell'entità economica. Si sostiene che i diversi soggetti economici effettuino le proprie scelte con il fine prossimo di perseguire un certo risultato di fondo che sia oltremodo soddisfacente, la tesi che si vuole in certo senso sostenere è che non sia debole il modello interpretativo, può essere invece debole il grado di esposizione dell'entità economica stessa alle stesse pressioni dell'ambiente esterno che stabiliscono una criticità circa la gestione del fattore capitale. It may in essence occur that the model relating between enterprise and environment derives from a compatibility framework, even in a stable way with undeveloped and evolved precepts of the financial function, so that a condition of equilibrium will be established next Lasting<sup>93</sup>. Si stabilisce in ogni caso, una situazione di equilibrio non ottimale nella misura in cui alle mancanze di razionalità finanziaria corrisponderanno vuoti sistemici nell'allocazione del fattore risorsa e, quindi, perdite di opportunità di formulazione di un successivo plusvalore. Queste potranno portare sia alle rinunce ad investimenti in grado di favorire rendimenti più incrementali del costo del capitale, sia ai crescenti fattori di costo del capitale. Il processo inerente al coordinamento delle risorse finanziarie relativamente alle imprese, in termini differenti, rappresenta un anello della catena di relazioni che lega il fattore di risparmio finanziario agli investimenti, sulla base del grado di efficacia dell'iter di acquisizione e nell'allocazione delle risorse, concorrerà a stabilire le condizioni di crescita delle imprese e del sistema economico. Su queste assunzioni fin qui derivate, il mancato progresso della funzione finanziaria verso condizioni di razionalità, porteranno a delineare fattori di costo aziendali e sociali rilevanti che non essenzialmente presupporranno una manifestazione dal punto di vista contabile.

---

<sup>93</sup> Enrique R. Arzac, *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, 2013

Le conseguenze riscontrate più rilevanti non si potranno misurare o valutare nell'immediato, saranno infatti legate a comportamenti e presupposti che stabiliranno rinunce nella formulazione di investimenti e spingeranno in alto i fattori legati al rischio finanziario ed fattori di costo non misurabili dai consuntivi processi aziendali interni. Ne conseguiranno effetti negativi sulla sostenibilità relativamente al vantaggio competitivo e sulla formulazione di valore che risulterà contenuta al di sotto dei livelli potenziali conseguibili mediante comportamenti finanziari proattivi.

All'interno di un processo strategico ben strutturato, il processo selettivo dei fattori di investimento chiave raggiunge una condizione di ottimo edenica quando le risorse saranno indirizzate alle differenti opportunità secondo un iter di selezione ben articolato, uniformato sulla capacità di queste ultime di creare un valore attuale netto positivo. La condizione si verificherà quando di fatto il rendimento marginale del capitale è incrementale rispetto al costo marginale del capitale. Il fattore di costo del capitale si determina in un processo derivante dai sistemi finanziari, ove l'incontro tra domanda ed offerta definisce i rendimenti diversi in funzione dei fattori di rischio assunti mediante l'apporto del capitale. Le diverse entità economiche stabiliscono che saranno in grado di attrarre capitale e risorse chiave over le diverse opportunità di investimento future prospettiche saranno in grado sulla base del fattore di rischio delineato, di definire rendimenti più elevati di quelli "prezzati" dal sistema finanziario. Le imprese saranno capaci di usufruire e sfruttare la creazione di valore addizionale e realizzeranno l'interesse degli individui portatori del capitale di rischio indipendentemente dai medesimi orientamenti dei soggetti, sulla base della modulazione temporale del consumo e risparmio. In ambito finanziario il problema legato all'ottimizzazione delle scelte dal punto di vista economico è spesso ricorrente<sup>94</sup>. Le diverse imprese sul mercato che operano investimenti sulla base del capitale acquisito in progetti ed processi utili per la creazione del valore saranno necessari al fine di conseguire determinati risultati alla fine dell'esercizio, in modo da poter attribuire maggior valore all'organismo funzionale societario capace di poter favorire una maggior posizione competitiva nel settore in cui opera. I ritorni programmabili dall'investimento effettuato nell'entità economica, potranno essere anticipati

---

<sup>94</sup> S. Catuogno, *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, 2016

mediante processi articolati passivi con la finalità prossima di attribuire una copertura mirata ai consumi , diversamente invece i flussi definiti potranno essere investiti in processi attivi finanziari dando luogo ad una posticipazione dei consumi effettuati negli esercizi.

L'assunzione determinante riscontrata è che ogni possibilità di investimento efficiente di capitale nei processi societari sarà individuabile e sarà nota a tutti gli individui interessati, in modo oggettivamente conveniente e contiene in modo implicito anche i presupposti di fondo del suo finanziamento. In assenza di barriere informative e sulla base di comportamenti razionali, la fonte di risparmio finanziario sarà attratto dagli investimenti che in modo incrementale lo remunerano in termini di creazione del valore. Il soggetto economico che investe l'entità di capitale acquisito in un iter di progetto che crea un valore addizionale oggettivo, farà effettivamente gli interessi degli individui azionisti in modo indipendente dalle loro svariate preferenze oggettive. Queste infatti sulla base di transazioni passive o attive nel sistema finanziario, potranno convenientemente convertire la ricchezza creata dalle entità economiche in consumi attuali o futuri. Seguendo sempre il referente teorico relativo alla teoria finanziaria l'entità economica definisce le proprie decisioni e valuta i risultati attesi nel medesimo modo in cui li misura il mercato, dove il valore dei processi finanziari è strettamente correlato dalla somma addizionale dei flussi monetari da esse generati, attualizzati sulla base di un determinato tasso che integra il rischio ed il valore finanziario nel tempo. L'attività relativa alla finanza d' impresa definisce i processi operativi ed orienta le scelte sulla base di un'acquisizione ed in relazione all'uso del capitale, ponendo le valutazioni di convenienza in relazione con l'apprezzamento dei mercati, degli individui finanziatori e degli azionisti. Le performance di un soggetto economico saranno valutabili in relazione ad una creazione di valore per i soggetti azionisti sulla base di aumento proprio del valore di titoli rappresentativi del capitale sociale e dei dividendi percepiti. La stessa logica con il quale il mercato stabilisce il valore intrinseco di un titolo obbligazionario o di un titolo rappresentativo di una parte del capitale sociale viene estesa ad una valutazione sostanziale dei risultati che il soggetto economico sarà in grado di ritrarre dall'ammontare di capitale investito in essa. Dal punto di vista razionale, la logica finanziaria assume rilevanza nel sistema delle decisioni per il governo delle imprese e stabilisce una prospettiva di controllo ex ante sulla base delle decisioni di investimento che supportano la capacità dell'entità economica di acquisire e conservare vantaggi specifici competitivi e sostenibili. Da questa condizione infatti deriva una capacità di

mantenimento nel tempo di rendimenti nel capitale investito maggiori del fattore di costo del capitale stesso, cioè di assicurare uno sviluppo ed incremento di valore dell'entità del capitale societario ed in una logica finanziaria saranno concetti coincidenti.

### ***5.2.3 – Il finanziamento d'impresa mediante il capitale di rischio***

Nei precedenti paragrafi abbiamo potuto definire i sistemi mediante i quali un'entità funzionale economica organizzata potrà assicurarsi una buona copertura, degli investimenti programmati mediante fonti di finanziamento rilevate attraverso diverse modalità di nuova configurazione. Le piccole e medie imprese, pur rappresentando un punto di forza per l'assetto economico e strutturale dell'economia europea ed italiana, presenteranno alcune lacune e debolezze che ne limiteranno il potenziale sostanziale. Tra queste verranno a delinearsi l'accesso al fattore di credito, l'elevato indebitamento, i lunghi tempi di riscossione dei crediti, il cambiamento sostanziale del rapporto o legame tra entità economica ed intermediario finanziario. Una difficoltà sostanziale nel reperimento di risorse finanziarie, necessarie per lo svolgimento dei propri processi e per un finanziamento degli investimenti rappresenta una delle situazioni determinanti da dover prendere in considerazione per quasi tutte le piccole e medie imprese. Nel corso degli ultimi tempi, tenendo presente l'introduzione di differenti misure semplificative che contribuiscono ad una crescita sostanziale dell'entità economica attraverso il recupero di finanziamenti promossi mediante titoli di debito, quali potranno essere projectbond, minibond, le piccole e medie imprese di fatto incontreranno ancora notevoli difficoltà in un reperimento addizionale della componente di credito. Questo in genere deriva anche da un'elevata componente di debito pregressa, maggiormente concentrata verso gli intermediari finanziari. L'entità economica in genere dipenderà da poche fonti di finanziamento e farà sì che le piccole e medie imprese presenti, diventino più vulnerabili limitando così facendo la gestione globale corrente dell'entità economica e compromettendo la crescita prospettica futura dell'organismo funzionale. Sempre prendendo in considerazione un'altra problematica rilevante delle piccole e medie imprese, sarà inerente ai lunghi tempi di riscossione delle componenti di credito. Negli ultimi esercizi i periodi definiti in relazione ad un preciso arco temporale che verranno concessi alle singole entità economiche saranno incrementali, inoltre un soggetto economico potrà ottenere l'incasso

dalla Pubblica Amministrazione anche dopo pochi mesi e questa situazione di inefficienza si tradurrà quindi in una minore liquidità per le imprese costringendole a far fronte a fonti esterne per poter colmare il fattore di costo rilevato e finanziare degli investimenti specifici addizionali.

Per poter ottenere all'interno del mercato di riferimento una posizione favorevole competitiva che assicuri un successo di lungo termine, i singoli soggetti economici dovranno definire processi strategici in grado di focalizzarsi sui diversi bisogni della clientela in continua variazione. Porter colui che ha ideato il referente concettuale relativo alla catena del valore, ossia quel valore addizionale incrementale capace di poter permettere all'entità economica una certa posizione dominante all'interno del mercato di riferimento, ha sostenuto che le singole entità economiche organizzate dovranno raggiungere un determinato vantaggio competitivo per gli individui clienti. I vertici dirigenziali dovranno comprendere in questo caso quali siano i processi che dovranno essere implementati all'interno dell'organismo impresa per contribuire alla creazione di quel dato valore. Per ottenere un determinato vantaggio competitivo, gli individui clienti dovranno apprezzare nel miglior modo il prodotto della propria impresa essendo così disposti a sostenere un'entità del prezzo incrementale rispetto ai costi sostenuti per la produzione. I diversi processi che contribuiscono a favorire l'iter di trasformazione fisico tecnica delle imprese, necessiteranno di risorse proprie per poter ottenere un determinato finanziamento. Per poter favorire i processi di produzione e scambio di beni e servizi, sarà necessario che vengano implementati una serie di strumenti, di differente natura che permettano agli organismi funzionali organizzati di poter svolgere in modo efficiente la propria attività economica imprenditoriale. Possiamo sostenere che gli strumenti delineati saranno prettamente di carattere finanziario, queste fondamentali risorse saranno per lo più limitate e costose. La scelta della struttura finanziaria diventerà una condizione rilevante da dover prendere in considerazione, cruciale per ogni soggetto economico, la componente di debito ne aumenterà il valore grazie alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari, ma un eccesso di questa fonte di finanziamento potrà generare dei fattori di inefficienza che contribuiranno al dissesto e che andranno ad incidere in modo negativo sul valore imprenditoriale. Sulla base di queste considerazioni, delineare una struttura finanziaria

efficiente non sarà una cosa facile e si potrà definire la struttura o componente finanziaria come l'aggregazione delle risorse monetarie che consentiranno l'acquisizione di fattori o elementi produttivi necessari allo svolgimento dell'attività imprenditoriale. Questa composizione sarà influenzata sia dal tipo di attività svolta, che dovrà essere in grado di poter generare risorse monetarie capaci di poter favorire il coordinamento dei flussi, sia dalle scelte inerenti e molteplici fonti finanziarie a cui accedere. La mescolanza delle risorse finanziarie influisce sulla creazione di valore sia dal punto di vista dell'efficacia, delineando un tempestivo ed economico afflusso di risorse, sia dal punto dell'efficienza, riducendo la componente di costo delle risorse raccolte e il loro rischio sistemico. Ad un'entità economica che dovrà reperire nuovi finanziamenti per poter far fronte al perseguimento di nuovi progetti innovativi imprenditoriali, si presenteranno tre diverse alternative efficaci, le quali potranno essere: emettere componenti o titoli di debito in grado di favorire un reperimento sostanziale di capitali, emettere capitale netto ed emettere titoli ibridi, i cosiddetti *hybrid securities*. In linea di massima si farà riferimento al debito o alla componente di equity prendendo in considerazione solo le diverse obbligazioni e le azioni, ma in realtà gli strumenti di base saranno molteplici e la distinzione fondamentale tra le due classi sta nella natura dei flussi derivati di cassa strettamente legate all'attività imprenditoriale, a queste tipologie di finanziamento. Le diverse componenti di debito, conferiranno diritti contrattualmente prefissati sui processi imprenditoriali sistemici, avranno una scadenza determinata, generando dei pagamenti addizionali fiscalmente deducibili ed avranno una forte precedenza sui flussi di cassa in entrata delineati sia nel caso in cui l'impresa è operativa nel settore, che nel caso di liquidazione e riorganizzazione societaria<sup>95</sup>. Diversamente i titoli inerenti al capitale di rischio daranno diritto a ricevere determinati flussi residuali dopo il pagamento differito degli obblighi finanziari, quindi non genereranno vantaggi dal punto di vista fiscale, non avranno una specifica scadenza determinata e non avranno diritti di priorità in caso di liquidazione o riorganizzazione aziendale. I titoli ibridi, come dice il nome stesso avranno delle caratteristiche pecuniali sia dell'uno che dell'altro mezzo di finanziamento. Come già stabilito in precedenza, un finanziamento necessario ad implementare il capitale rischio del soggetto economico, dovrà richiedere diversi tipi di fonti sulla base delle differenti caratteristiche

---

<sup>95</sup> Stefano Branca, *Scelte manageriali per le fonti di finanziamento*. L'alternativa dei Minibond, Aracne, 2016

finanziarie che ciascuno stadio del ciclo economico di vita e sviluppo del business societario possiede. In questo modo si verrà a creare una struttura finanziaria efficiente, sulla base di una correlazione ben strutturata ed organizzata delle diverse fonti finanziamento programmate. Un'altra problematica rilevante da dover prendere in considerazione, concerne il ricorso al capitale di rischio ed è definita dai mercati: è necessario che vi siano dei settori, delle istituzioni e degli intermediari finanziari capaci di eliminare le asimmetrie informative create, tra chi detiene i capitali stessi e chi di queste fonti addizionali ne avrà bisogno, ma anche di ridurre il più possibile la componente di costo che le transazioni di capitale generano.

Sotto il profilo dell'investitore, chi investe in capitale di rischio non domanda grosse garanzie sul piano patrimoniale, prederà parte al rischio d'impresa come un singolo azionista e sarà interessato all'iter proprio di creazione di valore, che di conseguenza aumenterebbe anche sulla base delle partecipazioni in proprio possesso, delineando così ingenti profitti. Un individuo investitore per quanto riguarda il capitale di debito invece, non sarà strettamente correlato alla creazione sistemica di valore ma solo alla capacità propria dell'organismo imprenditoriale di ripagare il debito contratto, inoltre possiamo sostenere che la solvibilità finanziaria sarà dunque quello che più ci interessa in questo caso. Il ricorso ad un finanziamento mirato mediante l'indebitamento, presenterà limiti che non potranno essere trascurabili ed inoltre un ricorso protratto ed incrementale per quanto riguarda la componente di debito, aumenterà il rischio e la rigidità sotto il profilo finanziario dell'entità economica che implicherà sempre meno soggetti finanziatori disponibili a prestare capitali. Il principio della leva finanziaria stabilisce che la convenienza sotto il profilo sussiste fin quando il reddito operativo determinato dai capitali raccolti, si mantiene maggiore delle componenti di costo che questi generano. Il conseguente effetto leva potrebbe passare da positivo a negativo, così facendo per un'entità economica indebitata, più l'entità di debito cresce e più anche la componente di costo correlato al capitale sarà incrementale, una fonte iniziale così utile allo sviluppo diventerà poi un insuperabile limite sostanziale. Sulla base di queste motivazioni, si potrà appurare come la scelta operata tra i diversi tipi di finanziamenti sarà influenzata da una complessità di elementi, i quali potranno concernere la convenienza sul piano economico, le diverse implicazioni di carattere fiscale, pretese e ambizioni sul controllo dell'entità economica, compatibilità con la struttura finanziaria e la presenza di equilibri pregressi. Dopo aver preso in considerazione le diverse modalità di finanziamento attraverso



le quali un'impresa potrà reperire capitale di rischio addizionale, dobbiamo definire le fasi relative al ciclo di vita di un'entità economica e nello specifico si potrà considerare la situazione di sviluppo d'impresa, inoltre i soggetti operatori concordano nel delineare classificazioni e tipologie di investimento differenti in relazione alla condizione in cui l'impresa target opera. Sulla base di queste assunzioni, sarà necessario definire le seguenti categorie specifiche che potranno essere<sup>96</sup>:

- **Seed Capital** : Finanziamento dell'idea imprenditoriale
- **Start Up Capital**: Finanziamento delle prime fasi di vita dell'entità economica di riferimento
- **Expansion e Development capital**: I diversi finanziamenti mirati ad una crescita strumentale e costante di una singola entità economica.
- **Replacement capital**: I finanziamenti programmati che avvengono durante una primaria fase di ristrutturazione societaria, sulla base della quale l'individuo finanziatore non aumenterà l'entità del capitale sociale, ma si sostituirà per determinati periodi di tempo a soci di minoranza non più interessati al proseguimento dell'attività imprenditoriale preservandola in modo efficiente.
- **Turnaround Investment**: Le diverse fonti di finanziamento indirizzate ai soggetti economici in crisi, protratti con il fine ultimo di una ristrutturazione finanziaria.
- **Buy out**: Tutti i processi di supporto al cambiamento della proprietà d'impresa a favore di manager interni ( management buy out ), manager esterni ( management buy in ) o mediante l'uso della leva finanziaria ( leverage buy out ).
- **Bridge financing**: le fonti di finanziamento addizionali che assecondano l'entità economica nelle diverse fasi di quotazione borsistica.

Il pensiero razionale dietro a questa differenziazione è che ciascun segmento definito rispetto allo stadio di sviluppo societario presenta esigenze differenti, di conseguenza seguendo questo referente l'individuo investitore dovrà avere delle caratteristiche pecuniali adeguate a rispondere a specifiche esigenze. Si potrà delineare come ogni stadio di sviluppo imprenditoriale necessiti di un rapporto differente tra i due elementi rilevanti inerenti il

---

<sup>96</sup> Stefano Branca, Scelte manageriali per le fonti di finanziamento. L'alternativa dei Minibond, Aracne, 2016

processo di finanziamento che potranno essere, capitale e know how, sulla base del mutare delle dimensioni, delle diverse esigenze e delle prospettive imprenditoriali. Sarà opportuno delineare inoltre delle classi di analisi più ampie in quanto non sussisteranno dei confini precisi tra le diverse fasi di sviluppo, le quali potranno essere:

- Finanziamento dell'avvio
- Finanziamento dello sviluppo
- Finanziamento del cambiamento

In genere le due primarie tipologie di finanziamento, sono tipiche del venture capital in senso stretto, inoltre la terza tipologia sarà maggiormente rappresentata dalle operazioni sistemiche di buy out, si potrà prendere in considerazione che tutte le categorie rientrino nel referente concettuale del private equity, che verrà inteso in senso più ampio e generalista.

#### *Il finanziamento dell'avvio*

Questa prima fase delinea tutti i diversi processi che avranno come obiettivo principale la creazione di una nuova entità economica, dall'idea embrionale fino alle primarie fasi d'avvio. Tutte le diverse entità economiche in una prima fase di start up avranno delle peculiarità ed esigenze simili. L'aspetto finanziario rilevante inizialmente sarà ancor più importante in questa fase che nelle fasi successive e per poter determinare il business delineato le nuove entità economiche avranno bisogno di capitali sul medio periodo che gli intermediari finanziari non si assumerebbero il rischio di erogare. Entità di capitale incrementali rispetto alle risorse che i singoli soggetti economici potrebbero far confluire al progetto tramite un processo di autofinanziamento diretto. Il fatto che poi le primarie fasi di sviluppo saranno tradizionalmente caratterizzate da un decremento sostanziale della redditività e scarsa dotazione primaria del capitale fisso investito con funzione di garanzia, scoraggia ancor di più i soggetti che erogheranno capitale di debito. Uno spazio rilevante troveranno in questa fase gli incubatori di sviluppo, queste istituzioni sono importantissime nella loro attività di interazione con potenziali futuri imprenditori in quanto offriranno servizi e risorse finanziarie con la finalità primaria di poter sostenere la nuova entità economica ed il suo operato all'interno del settore operativo.

Si offriranno determinate prestazioni di servizi, le quali potranno essere relative alla: selezione del personale, supporto amministrativo e burocratico, redazione di business plan ed erogazione dei primari finanziamenti. Sarà chiaro quindi come sia marginale l'apporto finanziario in questa primaria fase e come professionisti di queste istituzioni dovranno avere delle competenze manageriali trasversali e complete: strategia, marketing, amministrazione, finanza e contabilità, oltre alle competenze tecniche tali da sostenere il progetto imprenditoriale. Vi potranno essere sia incubatori di natura privata, al fine di ricavarne un profitto sostanziale che incubatori di carattere pubblico più orientati a definire e perseguire obiettivi sistemici di carattere sociale che contribuiranno ad un forte sviluppo territoriale. Sulla base di queste assunzioni, assumono rilevanza i business angels, che rappresentano investitori privati che si muoveranno nella cosiddetta finanza informale, ossia individui che apportano finanziamenti a fondo perduto e conoscenze pregresse maturate in precedenti esercizi. Queste azioni verranno promosse al fine di consentire un raggiungimento degli obiettivi di fondo e futuri d'impresa, inoltre possiamo definire l'early stage invece come un apporto di capitale iniziale che verrà veicolato al fine di supportare la condizione di sviluppo iniziale dell'entità economica. In questa situazione l'individuo imprenditore necessiterà di un sostegno mirato al fine di ottimizzare l'attività economica operata sul mercato di riferimento da parte dell'impresa, oltre che di notevoli risorse finanziarie addizionali. In questa condizione l'imprenditore proporrà il proprio business plan ad uno o più investitori istituzionali, che se riterranno interessante il progetto imprenditoriale decideranno di finanziarlo e di apportare nuove risorse utili per lo svolgimento dell'attività imprenditoriale sul mercato. In questa situazione l'individuo imprenditore proporrà e contribuirà con le proprie idee e progetti, ma gran parte del capitale e risorse arriveranno dall'individuo investitore.

Possiamo stabilire che vista la fase critica in cui il soggetto economico si troverà ed il rischio di insuccesso, tanto più se si effettuano in settori high tech dove le possibilità di un successo clamoroso si affiancano al rischio di un fallimento totale dell'iniziativa imprenditoriale. Nello specifico sarà possibile delineare tre sottocategorie: seed, start up and first stage. Con la concezione seed financing si opererà un finanziamento dell'idea, relativamente all'individuo imprenditore, in quanto il bene o servizio da produrre ancora non esiste. Lo start up financing, in assunto concernerà in un finanziamento di avvio iniziale del soggetto economico, il prodotto o servizio da immettere nel mercato di riferimento è già stato creato e normalmente

anche brevettato, inoltre la validità commerciale non sarà ancora stata provata ma solo valutata mediante l'impiego di processi di analisi propri e ricerche di mercato. Sulla base di queste ragioni l'individuo investitore stabilirà le risorse addizionali o fattori per poter implementare l'attività produttiva ed le altre funzioni imprenditoriali. Il first stage financing, sarà il finanziamento relativo alla primaria fase di sviluppo conseguente l'avvio dei processi aziendali, quando di fatto il potenziale esplicitato in termini commerciali del nuovo business non saranno ancora comprovate. I capitali necessari alla crescita non saranno ancora cruciali, vista la situazione di riferimento, non è ancora conveniente reperirli sotto forma di titoli di debito.

### *Il finanziamento dello sviluppo*

Le entità economiche organizzate che avranno superato la primaria fase relativamente al ciclo di vita imprenditoriale, si troveranno ad dover affrontare tutte le diverse problematiche correlate allo sviluppo imprenditoriale. Le entità economiche che faranno ricorso al capitale di rischio in questa fase saranno già di medie dimensioni, anche se nella maggior parte dei casi saranno a conduzione familiare ed orientate al mercato nazionale, in quanto incapaci di poter affrontare mercati più competitivi. I processi di intervento che l'individuo imprenditore deciderà di organizzare verranno espressi in funzione al potenziale di crescita che l'impresa deciderà di perseguire. Un primario percorso possibile per un'entità economica potrà essere quella di svilupparsi mediante un incremento o diversificazione diretta della capacità produttiva, un processo di sviluppo potenziale per vie interne. In questa situazione il contributo dell'individuo investitore sarà per la maggior parte di natura finanziaria, anche se nello specifico il contributo della consulenza rivestirà un ruolo non di limitata importanza per quelle realtà che saranno ancora troppo poco diversificate, sia dal punto di vista produttivo che geografico. Anche se il processo di struttura organizzativa potrà beneficiare di interventi mirati ed attuati a fini evolutivi e di consolidamento.

Una secondaria condizione possibile che potrà delinearsi, concernerà un percorso di crescita per vie esterne, ossia operando un processo di acquisizione di altre entità economiche. Un terzo processo percorribile sarà possibile da attuare mediante operazioni di cluster venture, questi processi mirano e si focalizzano su un raggruppamento di più entità economiche indipendenti ed operative, che potranno essere integrabili verticalmente o orizzontalmente

poiché accomunate da similitudini in termini di prodotti, settori e processi adottati. La finalità primaria da dover perseguire mediante queste operazioni, sarà quella di poter favorire la creazione di economie di scala all'interno dei processi di creazione di valore addizionale. Sarà possibile definire una serie di finanziamenti possibili, il cui obiettivo finale sarà l'entrata della target in un mercato regolamentato, mediante una quotazione borsistica. Questi processi strutturati saranno definiti definiti bridge financing o pre-ipo e segneranno il passaggio da un'entità economica a capitale chiuso a quella di organismo imprenditoriale quotato, inoltre il contributo apportato in questi casi dal soggetto investitore istituzionale sarà di tipo finanziario, prevedrà un processo di fornitura inerente ai capitali fino ad una consulenza tecnico-finanziaria ed quest'ultima sarà indispensabile affinché il processo di quotazione borsistica raggiunga le finalità prefissate.

### *Il finanziamento del cambiamento*

Il terzo ambito di intervento in capitali di rischio, avrà come finalità principale quella di dover sostenere un cambiamento o modificazione interna societaria, che nella maggior parte dei casi porteranno ad una trasformazione convinta dell'assetto proprietario. In questo caso, questa categoria sarà quella che dipenderà meno dallo stadio di sviluppo imprenditoriale in cui si trova l'entità economica ma che verrà definita come un fase conseguente della necessità della target di ripensarsi al suo assetto, come potrebbe essere nel caso in cui uno o più individui azionisti decideranno di cedere i propri titoli rappresentativi del capitale sociale ( azioni ) o nel caso specifico in cui non sussisteranno più le motivazioni necessarie a far fronte alle sfide che il mercato quotidianamente lancia all'entità economica. Si parlerà di replacement capital nella situazione in cui uno o più individui azionisti di minoranza decideranno di uscire dalla realtà societaria, senza che questo di fatto produca delle ripercussioni nelle scelte strategiche societarie. Queste scelte molto spesso saranno definite dalle diverse idee e visioni che gli eredi della precedente proprietà posseggono, per questo preferiranno cedere le loro quote di capitale e monetizzarle al fine di poter uscire dalla compagine societaria e non rimanere all'interno della realtà aziendale. In linea di massima si opterà per tali processi quando di fatto non sarà più possibile avere una visione unitaria prospettica, futura tra l'individuo azionista di maggioranza e quello di minoranza. Nella situazione in cui le esigenze diverse di cambiamento siano generate dal verificarsi di più o meno gravi crisi societarie ed in questo caso specifico si

ricadrà nel proprio settore del turnaround financing, che potrà essere il mezzo mediante il quale si potrà cambiare l'assetto proprietario o in generale la struttura manageriale, i detentori della maggioranza azionaria. Queste pecuniali tipologie di soggetti investitori saranno poco presenti nel mercato italiano in quanto il salvataggio delle entità economiche che saranno afflitte da una condizione patologica di dissesto interna, sarà nella normalità dei casi effettuato dalla società creditrice particolarmente esposta. In questa situazione quindi gli intermediari finanziari intervengono direttamente per cercare di salvare i diversi capitali che hanno erogato alla società prima dell'avvento impreveduto della condizione di inefficienza conclamata.

#### ***5.2.4 – l'accesso al credito***

Nei capitoli precedenti abbiamo delineato i principali meccanismi operabili sul mercato da parte delle piccole e medie imprese per poter reperire fonti di finanziamento addizionali sul mercato, nello specifico le abbiamo denominate "per via esterna". Questi processi descritti fin qui, permetteranno di acquisire risorse/fattori necessari allo sviluppo concreto ed alla generazione di un plusvalore possibile addizionale che permetterà di ottenere una posizione rilevante all'interno del mercato di riferimento. Nello specifico il Veneto rappresenta una delle regioni a livello europeo e mondiale, più interessante e significativo per quanto riguarda le piccole e medie imprese, possiamo trovare distretti industriali ed iniziative normative ben implementate. Le piccole e medie imprese rappresentano per la regione Veneto una rilevante ricchezza socio-economica che verrà espressa sulla base sia di termini di fatturato generabile che di posti di lavoro assicurati. Dalle ultime stime elaborate da giornali locali, si potrà appurare come il numero di entità economiche operative, in proporzione ad un determinato fatturato stabilito siano crescenti rispetto a poli industriali rilevanti, come potrebbero essere quelli di Torino e Milano. Questa regione si è storicamente focalizzata in produzioni manifatturiere a medio e basso contenuto tecnologico, quali potranno essere per esempio i prodotti rilevanti del sistema moda ( tessile-abbigliamento, pelli-calzature, oreficeria, occhialeria ), inoltre possiamo trovare anche beni per la casa ( mobili e sistemi di arredo, lavorazione dei marmi e ceramiche, infissi ed illuminazione ) e meccanica leggera. Rappresentano fattori importanti, in cui tra l'altro la componente di ricerca scientifica risulterà

particolarmente meno incisiva di quella valutabile in settori ad alta intensità tecnologica ( ICT, biotecnologie, farmaceutica ), oppure basate su determinate economie di scala. Dal punto di vista normativo, il Veneto nell'ultimo decennio si è reso artefice di uno dei percorsi più innovativi dell'intero panorama europeo, relativamente al sostegno mirato ai diversi sistemi produttivi locali delineati nella regione e per quanto riguarda le sue imprese ( legge regionale sui distretti produttivi ). Questa condizione creatasi, definisce dal punto di vista razionale una concezione bottom-up, la rilevanza delle piccole e medie imprese ed allo stesso tempo consente ad esse di promuovere una certa coesione di fondo e strutturale, con il fine prossimo di contribuire in modo rilevante ad uno sviluppo economico del territorio regionale<sup>97</sup>.

Il sistema corrente di produzione Veneto ad oggi sarà sottoposto ad una pluralità di sfide derivanti, per la maggior parte, dal cambiamento tempestivo del contesto economico delineato sul piano internazionale. Allo stesso tempo invece, i mezzi per poter far fronte a queste minacce e promuovere una conversione sostanziale in opportunità saranno da ricercare nei punti di forza che contraddistinguono questa regione, ma non solo. In generale possiamo sostenere che la regione dovrà far propria una conseguente scelta operata dal punto di vista della conoscenza ed innovazione tecnologica. Sulla base di queste ragioni, affinché si sfruttino le differenti opportunità competitive del Veneto, si dovrà far perno sicuramente su rilevanti punti di forza i quali potranno essere:

- Una buona diffusione delle PMI.
- Spirito imprenditoriale diffuso, correlato ad una rilevante professionalità degli imprenditori e dei lavoratori.
- Una diversificazione produttiva rilevante ( presenza di piccole e medie imprese dinamiche e specializzate in differenti settori di appartenenza ).
- Capacità competitiva delle entità economiche, relativamente ad una maggior specializzazione del servizio e prodotto offerto ed una rilevante flessibilità sul piano organizzativo del management.
- Una potenzialità competitiva del settore produttivo
- Presenza di poli universitari e centri di ricerca in alcune aree geografiche

---

<sup>97</sup> Silvestro Ugo Bernardi, Il controllo di gestione e il budget per la PMI, De Vecchi, 2013

- Esistenza di una rete di imprese utili a definire un rilevante plusvalore di fondo

Allo stesso modo, gli attori sul piano locale e regionale per poter far fronte alle minacce delineate dalla concorrenza dovranno oltremodo cercare di ridefinire e ripristinare i punti di debolezza pecuniali del contesto veneto:

- Una sottocapitalizzazione delle entità economiche.
- Fragilità per quanto concerne le diverse PMI e per le difficoltà rilevanti nell'accesso delle risorse finanziarie e sul piano innovativo.
- Scarsa propensione verso processi ed attività di ricerca e sviluppo e servizi programmati alle imprese insufficienti
- Svantaggi sul piano strutturale delle entità economiche per quanto riguarda le imprese di piccole dimensioni
- Processi ed attività che presentano un incrementale valore aggiunto ed una rilevante concorrenza per quanto riguarda i diversi settori industriali sul piano regionale.

Come si potrà delineare, differenti saranno i punti di debolezza rilevanti sui quali dover intervenire, tra questi una particolare attenzione dovrà essere posta sugli aspetti patrimoniali e finanziari rilevanti delle singolari entità economiche, in particolare quelle di piccole e medie dimensioni. Sulla base di una stima effettuata dalla Fondazione Nord Est conseguentemente al problema di accesso al credito, hanno definito in particolare che gli imprenditori veneti percepiscono con sempre maggior rilevanza il problema di accesso al credito, possiamo inoltre stabilire che affinché vengano delineate soluzioni rilevanti per quanto riguarda tale problema, sarà opportuno prima contestualizzarlo.

- ⑨ Per far fronte in linea teorica al fabbisogno di capitale aggiuntivo, due imprenditori su tre, si rivolgerebbero ad un intermediario finanziario. Possiamo stabilire che secondo alcune stime, solo il 7,9% farebbe ricorso al tradizionale fabbisogno familiare, il 6,2% si rivolgerà a finanziamenti pubblici ed il 3,6% ad investitori privati e solo l'1,6% alla Borsa valori ( possiamo definire che il 20% degli individui, non ha escluso di pensare ad una quotazione borsistica per quanto riguarda le piccole e medie imprese al momento della rilevazione in fase ancora costitutiva, un mercato alternativo del capitale ).



- ⑨ Per quanto riguarda una differenziazione delle fonti di capitale di rischio, alla primaria fonte bancaria definita si tenderà a correlare anche i Consorzi fidi o si opererà per una richiesta di finanziamenti pubblici.
- ⑨ In una prospettiva futura, oltre al conseguente ruolo correlato alle funzioni tradizionali che concernano le operazioni di mutuo e prestito, la banca come intermediario finanziario sarà sempre più propensa a svolgere processi di valutazione del rischio aziendale che si basano su analisi empiriche stabilite sul rating societario. Inoltre tali processi saranno inerenti ad un erogazione sostanziale dei finanziamenti stabiliti sulla base del rischio singolare dell'entità economica, mediante la partecipazione del capitale di rischio a progetti imprenditoriali. In sostanza secondo le aspettative generate, nello specifico insieme ad un rafforzamento della posizione relativa all'intermediario finanziario che assumerà un ruolo chiave d'analisi a 360 gradi, l'altro trend sarà espresso dalla volontà propria di indirizzarsi verso una differenziazione del capitale di rischio. In questo caso per quanto concerne il rapporto tra banca ed impresa, si caratterizzerà adesso più che mai per una strana apertura degli individui imprenditori, le banche saranno chiamate a rispondere in modo adeguato e tempestivamente. Se da un lato quindi il problema rilevante della sottocapitalizzazione e dell'accesso al credito sarà particolarmente sentito in Veneto, dall'altro possiamo stabilire che gli individui imprenditori saranno molto propensi a far fronte a questo tipo di problema avvalorandosi di risorse esterne che diano un contributo sostanziale nella riorganizzazione dei flussi all'interno dell'entità economica.

Dopo aver preso in considerazione le più rilevanti problematicità per quanto riguarda l'accesso al settore creditizio, sarà fondamentale analizzare gli accordi di Basilea III con i quali si farà riferimento ad una serie di provvedimenti emanati dal BCBS per quanto riguarda un miglioramento sostanziale nella gestione del rischio da parte del settore bancario verso il soggetto economico impresa e per stimolare un'azione di monitoraggio protratta nel tempo. L'assunzione di un nuovo quadro normativo regolamentato nasce dopo la crisi finanziaria del 2007, di cui si cercherà di elidere le cause mediante nuovi provvedimenti articolati. Possiamo definire che la nuova regolamentazione viene indirizzata e fa riferimento a diversi settori, i quali potranno essere: inasprimento dei requisiti patrimoniali, copertura del fattore di rischio sistemico mediante requisiti specifici di nuova liquidità. In linea di massima possiamo sostenere che verrà delineata una nuova formulazione di patrimonio di vigilanza mediante un

restringimento sostanziale dei parametri relativi all'esigibilità sulla base degli strumenti di Common Equity Tier. La finalità principale sarà quella di stabilire un patrimonio di vigilanza minimo che sarà composto principalmente da utili non distribuiti ed azioni ordinarie, questo permetterà in prima battuta di poter far fronte in modo più semplicistico alle diverse inefficienze, così facendo il sistema bancario si presenterà più solido soprattutto nelle fasi critiche. I provvedimenti definiti mediante gli accordi di Basilea III, prevedono anche miglioramenti sostanziali sul piano quantitativo, possiamo delineare che il requisito minimo che concerne il Common Equity viene incrementato fino al 4,5% delle diverse attività e processi che verranno ponderate al rischio, rispetto al precedente 2%. Possiamo delineare che il requisito minimo relativamente al patrimonio CET1 verrà stabilito sulla soglia del 6%, rispetto al precedente 4% che farà il suo ingresso nel mercato a partire dal 2015. Gli istituti di credito ( banche ), dovranno inoltre detenere una riserva di conservazione del capitale ( buffer ) che sarà pari al 2,5% e sarà prettamente stabilita sulla base del patrimonio di qualità primaria per poter far fronte ad eventuali periodi di stress societario<sup>98</sup>. Possiamo sostenere che le conseguenze che derivano dal mancato rispetto dei requisiti circa una rilevante distribuzione degli utili, potranno essere vincolati ad una ricostruzione del patrimonio di vigilanza, questo di fatto presuppone che in periodi di normalità l'intermediario finanziario deterrà una patrimonializzazione superiore agli standard minimi per poter sostenere dal punto di vista operativo i processi correnti. Una delle principali problematiche che ha contribuito ad accentuare l'ultima crisi finanziaria è stato il crescente grado di leva finanziaria diffusa nel sistema, i nuovi provvedimenti oltremodo hanno introdotto un indice di leva finanziaria non sensibile al rischio imprenditoriale, che dal punto di vista corrente sarà basato su un minimo relativo al 3% per il patrimonio Tier 1, che verrà calcolato come un rapporto specifico tra l'entità del nuovo patrimonio Tier 1 ed il totale dei diversi processi non ponderabili al rischio sommato alle esposizioni sistemiche fuori dal prospetto di bilancio stesso.

In conclusione verrà stabilita la facoltà specifica per le autorità di monitoraggio nazionale, di assumere limitazioni o requisiti minimi sul piano patrimoniale più stringenti. Si rivelerà necessario per gli intermediari finanziari detenere un 'entità patrimoniale in misura crescente rispetto ai diversi requisiti minimi, sulla base del modello societario del profilo di rischiosità di

---

<sup>98</sup> Maria Fedele, Banca e impresa. L'evoluzione del rapporto e le implicazioni generate dagli accordi di Basilea, Aracne, 2016

ciascuno. Le nuove normative verranno integrate mediante specifiche disposizioni transitorie per una loro corretta diffusione nel sistema, si ritiene nello specifico che le diverse istituzioni avranno tempo sufficiente per protrarre un'adeguata offerta di credito all'economia reale, operando un certo risanamento di fondo necessario per poter ottenere concreti risultati in relazione ai diversi standard esplicitati e definiti. Attraverso i nuovi accordi di Basilea III, possiamo delineare che l'assorbimento del capitale preposto per quanto riguarda i finanziamenti alle PMI, dipenderà dal sistema proprio di rating, che sarà utile anche per poter determinare l'entità di credito da dover elargire mediante finanziamenti propri del capitale di rischio. Per quanto riguarda l'analisi protratta nelle piccole e medie imprese, relativamente agli accordi di Basilea III possiamo stabilire che i diversi requisiti patrimoniali che saranno richiesti agli intermediari finanziari per poter accedere ai differenti finanziamenti, saranno aumentati di fatto attraverso le nuove modifiche stabilite con la nuova regolamentazione. Le entità economiche verranno suddivise sulla base del Retail e Corporate, tra cui verranno differenziate ulteriori categorie sulla base dell'entità del fatturato societario che potrà essere, al di sotto dei 25 milioni di euro oppure tra i 25 e 50 milioni di euro.

**Tabella n1: Requisiti patrimoniali per le PMI Retail.<sup>99</sup>**

Rating	PD	Weight	Basel II		Basel III		Cases	Default
			CR	Cum. weight	CR	Cum. weight		
A	0.107%	0.0984	0.0100	0.098%	0.0131	0.129%	933	1
BBB+	0.174%	0.1823	0.0140	0.354%	0.0184	0.464%	1,729	3
BBB	0.244%	0.1726	0.0177	0.659%	0.0232	0.865%	1,637	4
BB	0.823%	0.1409	0.0356	1.160%	0.0467	1.522%	1,336	11
B+	2.436%	0.1818	0.0514	2.094%	0.0674	2.748%	1,724	42
B	5.927%	0.0836	0.0573	2.573%	0.0753	3.378%	793	47
CCC	28.625%	0.1404	0.0963	<b>3.926%</b>	0.1264	<b>5.152%</b>	1,331	381
Average	5.157%					Total	9,483	489

**Tabella n2: Requisiti patrimoniali per le PMI Corporate (fatturato inferiore a 25 milioni di euro).**

<sup>99</sup> Maria Fedele, Banca e impresa. L'evoluzione del rapporto e le implicazioni generate dagli accordi di Basilea, Aracne, 2016

Rating	PD	Weight	Basel II		Basel III		Cases	Default	
			CR	Cum. weight	CR	Cum. weight			
A	0.126%	0.0986	0.02477	0.244%	0.0325	0.320%	793	1	
BBB+	0.180%	0.1382	0.03003	0.659%	0.0394	0.865%	1,112	2	
BBB	0.256%	0.2910	0.03613	1.710%	0.0474	2.245%	2,341	6	
BB+	1.113%	0.0782	0.06734	2.237%	0.0884	2.936%	629	7	
BB	1.820%	0.1298	0.07749	3.242%	0.1017	4.256%	1,044	19	
BB-	4.705%	0.1136	0.09890	4.366%	0.1298	5.730%	914	43	
CCC	28.442%	0.1508	0.17832	<b>7.054%</b>	0.2340	<b>9.259%</b>	1,213	345	
Average	5.257%						Total	8,046	423

**Tabella n3: Requisiti patrimoniali per le PMI Corporate (fatturato compreso tra 25 e 50 milioni di euro).**

Rating	PD	Weight	Basel II		Basel III		Cases	Default	
			CR	Cum weight	CR	Cum weight			
BBB+	0.183%	0.3800	0.04021	1.528%	0.0528	2.005%	546	1	
BB	1.042%	0.0668	0.07885	2.055%	0.1035	2.697%	96	1	
BB-	1.852%	0.0752	0.09198	2.746%	0.1207	3.604%	108	2	
B+	2.335%	0.1788	0.09715	4.483%	0.1275	5.884%	257	6	
B	7.071%	0.2067	0.13327	7.238%	0.1749	9.500%	297	21	
CCC	26.316%	0.0926	0.19717	<b>9.063%</b>	0.2588	<b>11.895%</b>	133	35	
Average	4.593%						Total	1,437	66

Un aspetto negativo sarà così dimostrato, ossia possiamo stabilire che la liquidità erogata alle entità economiche, attraverso i prestiti diventerà più onerosa per gli istituti di credito che dovranno cercare di accantonare determinate somme incrementali sulla base di precedenti regolamentazioni che verranno effettuate a copertura di tali uscite. Questo rappresenterà un adeguato disincentivo al finanziamento dell'economia reale. Sulla base di queste assunzioni di fondo, gli accordi di Basilea presupporranno il pagamento di premi al rischio predisposti sulla base del fattore di rischiosità del business della singolare entità economica di riferimento. Con i precedenti accordi invece, le PMI si trovavano spesso escluse dal poter ricorrere ad un adeguato accesso al credito anche a causa della mancata capacità da parte degli intermediari

finanziari di poter misurare in modo particolarmente efficiente il fattore di rischio e per potersi tutelare in modo adeguato, così facendo da poter arginare eventuali perdite contratte in futuro. Oltremodo le piccole e medie imprese dovranno predisporre una miglior gestione del fattore di rischio sistemico, sapendo che l'intermediario finanziario predisporrà un eventuale valutazione sulla base della propria capacità di poter far fronte a specifici fattori addizionali di rischio nel settore di riferimento in cui protraggono l'attività imprenditoriale con il fine prossimo di poter ottenere un certo vantaggio competitivo sul mercato. Per gli intermediari finanziari che dovranno elargire una certa entità di credito, le nuove disposizioni emanate porteranno ad un ambiente finanziario più stabile. Così facendo possiamo stabilire che quando le banche saranno in grado di gestire in modo adeguato il rischio, misurarlo e coprirlo, allora si troveranno a delineare un minor numero di default, nel caso specifico inoltre in cui si dovessero verificare, saranno in grado di poter arginare eventuali inefficienze sistemiche che comprometterebbero l'equilibrio societario. In questo caso con i nuovi accordi stipulati, il tema delle garanzie offerte delineato appare fortificato poiché permetterà agli intermediari finanziari di poter decrementare il requisito standard patrimoniale nel caso specifico in cui il fattore di debito sia garantito. Quando la componente di credito verrà concessa ad una determinata PMI, sotto la garanzia propria di un individuo terzo, il limite inerente al requisito patrimoniale relativamente alla componente di prestito sarà diminuita, anche se il suo effetto conclusivo sul premio al rischio dipenderà da elementi propri che verranno calcolati mediante una valutazione del terzo soggetto.

Per quanto riguarda gli aspetti procedurali operativi, possiamo stabilire che una banca X, per poter elargire dei finanziamenti a titolo di capitale di rischio assegna ad un'agenzia di rating interna la gestione delle revisioni del rating. Possiamo stabilire che l'analisi sul piano qualitativo e quantitativo del rating differisce a seconda della dimensione della controparte stessa. Nello specifico, il rating si focalizzerà sulle informazioni che derivano da diversi elementi attribuiti alla realtà societaria, i quali potranno essere:

- Riclassificazione di bilancio, che verrà operata una volta l'anno in relazione con la chiusura di bilancio stessa.
- Andamenti prospettici del rapporto creditizio, che verrà rivista in modo mensile per quanto riguarda le piccole realtà societarie ed ogni sei mesi per quanto riguarda le imprese più grandi.

- Questionario qualitativo, sarà aggiornato in modo annuale oppure in corrispondenza di forti eventi in cui la banca verrà a conoscenza mediante la stampa oppure altre fonti terze.
- ⑨ Il rating sarà uno strumento, da dover interpretare mediante una corretta analisi di fondo, prendendo in considerazione aspetti sul piano qualitativo ed quantitativo per poter operare una valutazione corretta della società controparte. Inoltre per poter appurare il grado di rischio sistemico da parte dell'intermediario finanziario, le corrette misure di rischiosità societaria dovranno essere rivisitate almeno una volta l'anno come stabilito dalle società di vigilanza. Questo modello introdotto di valutazione del rischio di credito, darà di fatto maggior importanza all'inserimento delle informazioni qualitative ( fattore soggettivo ) per un adeguato calcolo del rating elaborato e preposto sul grado quantitativo ( fattore oggettivo ) e la necessità oltremodo di un adeguato rating più efficiente e tempestivo. Sulla base di questa concezione infatti, la revisione del rating sistemico annuale non sarà sufficiente, in quanto le modificazioni sotto il profilo di rischio di una PMI, saranno continui durante tutto l'anno ed il ritardo nell'aggiustamento della valutazione sistemica del rischio imprenditoriale porterà ad aggravare i problemi di pro ciclicità, che saranno già causati dal ritardo delineato dai dati del prospetto di bilancio. Acquisiti dagli intermediari finanziari soltanto dopo sei mesi dalla chiusura effettiva dell'esercizio. Possiamo stabilire che la possibilità di erogare finanziamenti adeguati sarà influenzata anche dal modo di fare impresa e condurre l'attività imprenditoriale all'interno del mercato di riferimento, nello specifico possiamo definire che verranno presi in considerazione fattori qualitativi, quali potranno essere: la governance aziendale, innovazione, posizionamento, flessibilità al mercato ecc. Questi elementi saranno fattori di rischio idiosincratice, che i diversi intermediari finanziari non riusciranno a prevedere ed a gestire, in generale possiamo sostenere che le PMI presenteranno un incrementale componente di rischio idiosincratice dato che il loro prospettivo andamento futuro dipenderà fortemente da questi fattori endogeni.

## **CAPITOLO 6**

### **6.1 REPERIMENTO DEL CAPITALE DI RIUSCHIO, AL PASSO CON L'INNOVAZIONE**

#### **6.2 – MODALITA' DI REPERIMENTO DEL CAPITALE DI RISCHIO**

##### **6.2.1 – Innovazione, crescita del sistema finanziario**

Dal punto di vista dell'equilibrio finanziario, possiamo stabilire che esistono diverse modalità per appurare se un'entità economica si trova in una condizione di equilibrio o meno. Un'impresa in questa situazione specifica presenterà o meno tutte le diverse caratteristiche, in primo luogo dovrà monitorare se sul breve termine sussiste un certo divario conclamato tra entrate ed uscite monetarie e dovrà dimostrare una struttura finanziaria efficiente in relazione con la strategia della società operate. Sarà oltremodo importante poter esplicitare una correlazione evidente tra rendimenti del capitale investito e costo operativo delle risorse impiegate nell'attività d'impresa e tra reddito operativo ed oneri finanziari, tra l'entità di valore economico delle attività e dei diversi impegni assunti. Dovrà inoltre essere delineata un'efficiente coesione di fondo tra flusso di cassa complessivi e sviluppo dell'attività imprenditoriale, una struttura finanziaria ottimale relativamente all'impresa di riferimento che ne massimizzi il valore operativo sistemico all'interno del settore di riferimento nel quale opera. Nello specifico possiamo stabilire che raramente un soggetto economico presenterà tutti questi requisiti in modo congiunto, per questo sarà a discrezione dell'individuo analista dare più o meno peso a questi fattori da dover prendere in considerazione, per poter delineare lo stato di salute dal punto di vista finanziario dell'impresa. Nel corso del tempo abbiamo potuto appurare che si sono sviluppate differenti forme di finanziamento per quanto riguarda le piccole e medie imprese, le quale potranno far ricorso a nuove fonti di capitale di rischio soltanto se presenteranno specifici requisiti. Per quanto riguarda l'implementazione dei processi finanziari, possiamo sostenere che non vi sarà una concreta innovazione di fondo senza una crisi conclamata. Innovazione e crescita possono anche non essere separate, i diversi processi mediante i quali si origina una crescita step by step e si produce un certo plusvalore ha origine mediante nuovi investimenti operati dal punto di vista scientifico e tecnologico. In seguito l'innovazione sarà

coerente con la messa in atto di nuovi processi produttivi mediante l'impiego di nuovi sistemi all'avanguardia sul piano tecnico ed organizzativo. Possiamo stabilire che senza uno sviluppo concreto dal punto di vista dell'innovazione, il sistema non potrà crescere e favorire la creazione di nuovi flussi in entrata capaci di far ottenere maggior vantaggio competitivo al soggetto economico.

L'innovazione sul piano finanziario ha permesso di poter ottenere un maggior reperimento di fonti di finanziamento addizionali esterne ed ha contribuito inoltre al passaggio da un sistema economico e sociale basato sull'attività produttiva, indirizzata verso un certo tipo di informazione ed in seguito ad una conoscenza. Ha permesso un'implementazione del processo innovativo quale elemento di sviluppo economico e settoriale, grazie al quale si sono potuti sviluppare modelli che hanno contribuito alla formazione di scenari, dal punto di vista economico sempre più articolati e capaci di poter favorire la formazione di strumenti innovativi sistemici. Nel nuovo sistema finanziario delineato si è permesso di poter definire un approccio capace di correlare a sistema i diversi produttori di tecnologie innovative, gli individui consumatori di tali tecnologie ed i fattori di risorse addizionali disponibili verso knowledge based. In questo processo di omologazione strutturale il sistema finanziario stabilisce un ruolo centrale e determinante, come sottolineano differenti evidenze empiriche relativamente alla correlazione tra il grado di sviluppo del sistema finanziario e la capacità propria di crescita dell'economia reale. In questo capitolo si cercherà di affrontare il sistema dei finanziamenti attesi, facendo di fatto riferimento alla reale correlazione esistente tra la variabile finanziaria quale main driver della crescita economica ed innovazione stessa. Sulla base di questo referente concettuale, la finalità principale che si vuol analizzare attraverso questo lavoro consiste nella valutazione del ruolo della variabile finanziaria negli iter di sviluppo differenti, a partire dalla correlazione tra investimenti specifici addizionali e ricerca, nell'idonea valutazione delle diverse fonti di approvvigionamento delle risorse. Nelle fasi di sviluppo dei differenti sistemi operativi economici e soprattutto nell'economia della conoscenza, ha ottenuto un peso rilevante l'elemento innovativo quale fattore di sviluppo sociale, industriale ed economico<sup>100</sup>. In questo contesto si potrà delineare una funzione essenziale assolta dagli istituti di credito che hanno acquisito un ruolo fondamentale per quanto riguarda l'allocazione delle diverse risorse, che

---

<sup>100</sup> Jeremy Hope, Dalla gestione dei numeri alla gestione manageriale: il CFO oggi, il Mulino, 2015



presuppone la presa in considerazione di specifici prenditori di fondi, erogazione eventuale di finanziamenti ed il conseguenze monitoraggio interno. Per questo motivo il sistema bancario, orienterà la crescita del sistema economico reale mediante lo storno di risorse da impieghi con uno scarso valore aggiunto a favore di processi capaci di poter offrire un incrementale contributo allo sviluppo, inoltre possiamo assumere che la letteratura sul piano economico ha delineato due differenti canali, attraverso cui gli intermediari finanziari potranno assumere una certa rilevanza per quanto riguarda un processo di crescita economica mirato. Il primo metodo ha assunto una certa efficacia sul piano dell'accumulazione del capitale, ossia le diverse entità creditizie, hanno reso possibile un processo di accumulazione attuato mediante una riduzione del fattore di costo relativo alle transazioni ed il rischio sistemico in capo ad ogni entità economica creditizia. Così facendo da poter favorire di fatto una smobilitazione del risparmio ed il finanziamento degli investimenti necessari a stimolare e poter sostenere un concreto sviluppo sul piano economico. L'altra strada delineata favorisce l'allocazione delle risorse, sulla base delle quali il ruolo assunto dagli intermediari finanziari, sarà soprattutto legata alla possibilità di poter fornire strumenti finanziari ai diversi operatori che dimostrano una maggior propensione all'innovazione, che rappresenterà la vera motivazione alla base di un conseguente sviluppo di fondo. Relativamente a questo approccio possiamo assumere che l'attività operata dalla banca, per quanto riguarda il processo di crescita economica presuppone al centro del rapporto tra banca ed impresa una certa efficienza allocativa, che sarà espressa in relazione agli intermediari creditizi. Sulla base di queste considerazioni le diverse banche saranno chiamate a supportare le entità economiche che dimostreranno una maggiore potenzialità, offrendo loro risorse adeguate sotto forma di prodotti finanziari potenziali differenti, in grado di soddisfare i bisogni espressi e di contribuire al coordinamento del fattore di rischio sistemico strettamente correlato all'attività protratta in settori sempre più volatili.

Stabilendo che l'attività delle singolari entità economiche, soprattutto delle piccole e medie imprese sarà contraddistinta da un forte legame con il credito bancario e dall'ipotesi che i grandi intermediari finanziari che risultano da un processo di fusione, effettuino le proprie scelte sulla base di precisi requisiti finanziari e patrimoniali, si presuppone che l'iter di consolidamento degli intermediari finanziari porti ad un decremento delle risorse disponibili da parte delle diverse entità che non presentino i requisiti prestabiliti. Sarà inoltre evidente che nei sistemi, anche territoriali, più sviluppati si stabilirà una coesione più efficiente e virtuosa capace di determinare margini di risultato futuri, che porterà di fatto ad un incremento amplificato degli effetti del sistema finanziario per

quanto concerne lo sviluppo economico. Diversamente nei sistemi più arretrati, in cui è più esplicita la necessità di poter ottimizzare i processi di crescita, dove gli intermediari finanziari potrebbero assumere il ruolo principale di motore di crescita, questo meccanismo virtuoso sarà oltremodo difficile da creare. Sulla base di queste considerazioni la correlazione esplicita tra banche ed economia reale passa mediante il rapporto stabilito con le singolari entità economiche e dipende strettamente dall'efficacia allocativa e della struttura portante del sistema finanziario, dalla sua complessità operativa e dalla possibilità conseguente di poter sviluppare operatori capaci di poter interagire anche con realtà più complesse che presentano un certo grado di rischiosità.

Da queste considerazioni fin qui sostenute, si dovrà tener conto di un altro elemento determinante nella relazione tra intermediario finanziario ed impresa. La relazione tra banca ed entità economica rappresenta un fattore fondamentale del processo di crescita e sviluppo economico, in quanto rappresenta un importante momento di coesione tra finanza ed economia reale. Questa relazione si potrà contraddistinguere per una determinante componente di fiducia alla base, che nel medio e lungo termine consentirà alle banche di poter ottenere una buona conoscenza dell'attività e di poter in qualche modo ridurre ai minimi termini le componenti di rischio correlate ai differenti processi programmati sul piano operativo. Dal punto di vista operativo per quanto riguarda il legame tra banca ed entità economica si ripercuote sull'efficienza allocativa e di conseguenza in ugual modo sul contributo del settore finanziario al sistema produttivo.

Facendo riferimento a questa concezione, l'accesso al credito, il grado di flessibilità del legame ed il sostegno offerto ai diversi processi di gestione finanziaria delle imprese, saranno particolarmente fondamentali soprattutto nelle fasi di avvio, in relazione alla qualità e volume dell'entità delle informazioni scambiate. I diversi legami di fondo basati su espliciti modelli orientati alla relazione, presuppongono maggiormente una potenziale accessibilità alla componente di credito bancario per quanto riguarda le entità, che presuppongono un grado di rischio particolarmente elevato. In questo modo sulla base di questo rapporto le informazioni, dovranno oltremodo essere complete ed esaustive, verranno inoltre raccolte in una primaria fase di screening, ed in seguito in una fase di monitoring e permetteranno di diminuire l'incertezza sistemica strettamente correlata ad ogni

procedura. Permetteranno anche una diversificazione di utilizzo basilare, nel caso in cui la rilevante informazione potrà essere impiegata per differenti tipologie di servizi da poter offrire ad un singolare soggetto economico. Inoltre possiamo stabilire che per quanto riguarda una relationship banking, un accesso a possibili forme di finanziamento addizionali potrà essere agevolato anche per le piccole e medie imprese che presentano una componente di rischiosità particolarmente elevata, ma che presenteranno inoltre un incrementale tasso di innovazione circa i processi di trasformazione fisici tecnici e le strategie attuate sul mercato di riferimento. L'incremento dei flussi informativi, che potranno essere differenziati sul piano formale e informale, relativamente alle parti, permetterà di diminuire ulteriormente i problemi inerenti a l'asimmetria informativa e di poter far fronte in modo efficiente al corrente razionamento delle componenti di credito. Possiamo assumere che il soggetto economico verrà valutato sulla base delle potenzialità future di fatto ed inoltre potranno essere indirizzate parte delle risorse verso l'attività di finanziamento della componente innovativa. Per quanto riguarda gli intermediari finanziari, il problema del superamento dell'opacità informativa potrà essere superata mediante una valutazione ed elaborazione delle informazioni qualitative, che permetteranno di definire le idonee garanzie prestate dal punto di vista delle diverse entità economiche di riferimento. Possiamo assumere che la probabilità di accedere alla componente di credito bancario, viene espressa in funzione inversa del rischio che diviene un elemento chiave circa il giudizio di affidabilità preposto. Di fatto ogni possibile elemento che permette un decremento dell'incidenza di questa componente di rischio, presuppone un aumento dell'accessibilità al debito bancario e migliora l'indice relativo al pricing del credito. Uno schema di valutazione del pricing, potrà essere valutata mediante la seguente espressione, così riportata nella tabella 1:

***Tabella n1: Formula di valutazione del merito creditizio<sup>101</sup>***

---

<sup>101</sup> Maria Fedele, Banca e impresa. L'evoluzione del rapporto e le implicazioni generate dagli accordi di Basilea, Aracne,

$$K = (1+i) / (rr - rrp - p)$$

dove  $K$  = costo del credito

$rr$  = tasso di recupero in caso di insolvenza

$i$  = tasso risk-free

$p$  = probabilità di default

Delineare una possibile valutazione delle peculiarità qualitative tipiche del soggetto economico, potrà influire in maniera significativa su una derivazione delle probabilità di default ed inoltre potrà ottimizzare in modo significativo la componente di costo del finanziamento. Il legame esplicitato tra intermediario finanziario ed impresa sottolineano la corrente necessità, di assumere un ruolo determinante nell'ambito del finanziamento dei processi di innovazione tecnologica e sviluppo del sistema economico, relativamente al contesto in cui nasce una PMI. Facendo riferimento al sistema finanziario italiano, in cui l'intermediario assume un ruolo centrale, rispetto ai settori operativi che presuppongono una posizione marginale, consentiranno di isolare il contributo definito dalle banche per quanto riguarda gli iter di crescita del sistema economico. I diversi interventi operativi, preposti da parte dei diversi intermediari finanziari che potranno contribuire alla creazione del valore ed a un conseguente incremento della competitività inerente alle piccole e medie imprese, dovranno essere valutati prendendo in considerazione le modificazioni operate nell'ambiente esterno, competitivo e regolamentare in cui sono attivati. Dal punto di vista della domanda di mercato questo si traduce nella conseguente necessità di poter far ricorso a fonti di finanziamento differenti rispetto al tradizionale credito bancario e di poter superare in modo razionale il multiaffidamento. Questo ha portato ad una frammentazione dei legami di affidamento ed alla

2016

Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)

conseguente necessità sul piano delle diverse entità economiche di poter far fronte al proprio fabbisogno finanziario stabilendo opportuni rapporti creditizi con una pluralità di intermediari differenti. Questa situazione porta ad una rilevante dipendenza dal sistema bancario e ad una conclamata difficoltà di accesso a canali alternativi addizionali di fund raising. Possiamo assumere che l'offerta di risorse e viceversa, dovrebbe essere contraddistinta da una maggior flessibilità con il fine prossimo di poter facilitare le vie di accesso possibili ai servizi diversi presenti sul settore operativo e di poter fornire un buon supporto alle piccole e medie imprese nelle fasi di innovazione ed internalizzazione societarie. Il nuovo sistema finanziario delineato verrà a configurarsi mediante l'introduzione di strumenti inerenti alla finanza strutturata che consentiranno agli individui investitori di poter sottoscrivere titoli riferiti alle PMI, rappresenterà oltremodo una possibile soluzione per poter elidere i vincoli inerenti alla diversificazione dei diversi canali di finanziamento per quanto riguarda le entità economiche più piccole.

Possiamo stabilire che il determinante legame tra banca ed impresa, per quanto riguarda i distretti industriali ha portato alla nascita conseguente dei bond distretto, che rappresenteranno strumenti di finanza strutturata capaci di permettere alle banche di poter attuare e programmare un processo di disintermediazione attiva nei confronti dello small business e alle entità economiche ha permesso di poter accedere per vie indirette ad un mercato di capitali. Nello specifico possiamo appurare come il bond distretto, si differenzia da altre componenti finanziarie per non essere supportato da garanzie esterne ed inoltre il forte radicamento delle entità economiche finanziate, facilita il reinvestimento in modo corrente delle risorse finanziarie che saranno create da questa operazione, stabilendo un importante effetto leva per il sistema economico locale. Di fatto questo processo sul piano operativo verrà a configurarsi come una cartolarizzazione del credito, che verrà operata mediante una conversione in attività negoziabili degli impieghi a liquidità differita. In questa situazione specifica le esposizioni aperte a favore delle piccole e medie entità economiche rappresenteranno gli asset da trasformare in titoli che definiranno i flussi finanziari necessari alla remunerazione dei valori emessi. Mediante il ricorso a questa operazione, oltre ad stabilire una diversificazione sul piano inerente alle fonti di finanziamento, i diversi soggetti economici avranno la possibilità di ottimizzare la propria esposizione alla componente di rischio del credito. Per un'implementazione sequenziale del legame tra intermediario finanziario ed entità economica, possiamo stabilire che sarà essenziale poter arginare le asimmetrie informative che sussistono tra

le parti e inoltre poter superare una logica di affidamento e concessione della componente di credito che si baserà in modo essenziale sulla presenza di collateral e guarantees.

Diversamente il ruolo assunto delle garanzie offerte nello sviluppo dell'attività creditizia, stabilisce uno dei fattori di maggior rilevanza per quanto concerne lo sviluppo del legame di intermediazione finanziaria reciproca. Gli intermediari finanziari chiederanno alle singolari entità economiche, garanzie offerte sulle componenti di credito concesse per poter indurre ad un decremento del fattore di rischio sistemico relativo al default che verrà associato all'esposizione. Mentre le società soprattutto quelle innovative che saranno caratterizzati da attivi sbilanciati verso asset immateriali, non disporranno di risorse addizionali sufficienti per poter garantire i propri fabbisogni finanziari. Di fatto una soluzione per poter far fronte a questa problematicità di accesso al credito, potrà essere contraddistinta dalla presenza di società terze ossia determinanti intermediari delle garanzie offerte, che assumeranno il ruolo principale di garante relativamente al sistema bancario per quanto riguarda le posizioni aperte con i soggetti economici. Il sistema finanziario ad oggi presenta numerose possibilità per quanto riguarda l'accesso al capitale di rischio, oltremodo il sistema degli intermediari finanziari potrà contribuire all'adozione di finanziamenti addizionali che verranno anche denominati canali indiretti, nei quali gli individui operatori inerenti alla sfera di competenza del private equity, saranno finanziati mediante l'apporto conseguente di capitali da parte degli intermediari finanziari. Questi intermediari finanziari assumono una certa rilevanza all'interno del ciclo di vita economico imprenditoriale, che potrà di fatto concretizzarsi nell'assunzione di una quota importante di maggioranza o minoranza nel capitale di rischio di una singola entità economica. Con il fine prossimo di poter implementare il risultato definito sulla base del conseguimento proprio di certi risultati, così facendo questo effetto leva porterà ad un incremento di valore nella quota assunta da parte del private equity. Possiamo assumere che all'interno del settore operativo la figura del private equity potrà essere differenziata in Venture Capital o Buy out, nello specifico il ruolo assunto da questo individuo lo andremo ad analizzare nei successivi capitoli, ma questo operatore soddisferà i bisogni delle entità economiche innovative soprattutto nelle primarie fasi del ciclo di vita per poter sostenerle e promuoverne la crescita. Il sistema finanziario ha subito un'importante modificazione dal punto di vista strutturale, mediante gli accordi di Basilea

si sono definiti nuovi modelli di pricing per la componente di credito relativamente alle singole entità economiche presenti sul mercato. Inoltre sarà fondamentale poter considerare gli effetti che il nuovo sistema normativo produce sulla definizione della componente di costo relativamente al sistema creditizio che dovrebbe essere definito in base al profilo di rischio proprio dell'individuo cliente. Prendendo in considerazione una serie di elementi o fattori, tra cui la possibilità concreta di insolvenza da parte del cliente, la perdita di un'entità di capitale in caso di insolvenza, l'esposizione sistemica al momento del default e la durata media del credito. Sarà evidente che l'effetto delle nuove regole sul finanziamento alle imprese possa essere duplice, potrà in questo caso riferirsi all'aspetto qualitativo nel senso che si potrà generare un incremento potenziale o una diminuzione dell'ammontare della componente di credito disponibile oppure potrà influire in modo rilevante sul fattore di costo dell'operazione, discriminando gli individui più a rischio.

Le nuove normative delineate potranno influire anche sui diversi tipi di finanziamenti indiretti per le singole entità economiche, come la presa in considerazione di fondi specifici di Private Equity che secondo quanto stabilito dagli accordi rientreranno nella categoria di investimenti propri High Risk e saranno oggetto di possibili ponderazioni. Di fondo la maggior preoccupazione relativamente alla nascita di nuove forme aggiuntive di finanziamenti, sarà quella nello specifico di un decremento prolungato di investimenti che concernano il settore bancario ed una conseguente crisi del funding. In generale nell'ultimo decennio quello che appare evidente, circa il rapporto tra intermediario finanziario ed impresa, si manifesta in una reale evoluzione che ha contribuito in parte a rafforzare il rapporto tra intermediario ed soggetto economico. Si sono delineati nuovi scenari all'interno del sistema economico e finanziario da dover valutare, relativamente a modifiche sul piano regolamentare, crescente integrazione dei mercati, necessità di diversificare gli impieghi e le diverse forme di finanziamento. Inoltre l'aspetto competitivo e la concorrenza dei settori nei quali ci si trova ad operare, ha portato gli individui economici a stipulare nuovi accordi per poter far fronte alla modificazione degli standard e limiti richiesti, con il fine ultimo di poter contribuire ad un sviluppo concreto del mercato finanziario ed limitare le diverse condizioni di inefficienza all'interno dello stesso. Sul piano prettamente economico possiamo sostenere che le numerose modalità di finanziamento delineate inerenti al capitale di rischio, quali possono essere il Private Equity o il Venture Capital potranno essere strumenti rilevanti preliminari da poter utilizzare per favorire un processo di crescita sostanziale che accompagni l'economia reale. Nello specifico il ruolo assunto da questi operatori potrà presupporre diversi vantaggi dal punto di vista formale e sostanziale poiché

rispetto ad altre categorie di intermediari, queste ricopriranno un ruolo attivo negli iter o processi di utilizzazione delle diverse risorse dal punto di vista finanziario saranno disponibili per l'organismo funzionale organizzato. Diversamente dagli intermediari finanziari, i fondi contribuiranno in maniera mirata focalizzandosi dal punto di vista strategico nell'elaborazione di processi che favoriranno la governance societaria, che si concretizzerà nella messa a disposizione di nuove risorse sotto il profilo finanziario e manageriale che apporteranno nuovo valore utilizzabile ed incrementale all'interno dell'impresa. Favoriranno in primo luogo un sostegno nella fase di start up alle aziende, piuttosto che piani specifici di sviluppo, nuove strategie ed acquisizioni sul piano societario ed altri processi rilevanti del ciclo di vita imprenditoriale. Inoltre in alcune fasi gli investimenti in capitale di rischio indirizzati verso nuove realtà societarie, potranno essere molto efficaci e promuoveranno importanti processi di crescita in quanto di fatto genereranno determinanti effetti di ricaduta per quanto riguarda le innovazioni relativamente al prodotto offerto dalle imprese e di conseguenza favoriranno l'incremento del grado di competitività all'interno del mercato stesso. Gli stessi investimenti promossi sul piano della ricerca e sviluppo<sup>102</sup>:

- Rappresenteranno un fattore determinante per poter incrementare il valore societario, in quanto il loro turnover presupporrà di fondo intervalli temporali consistenti, che andranno dalla primaria condizione di progettazione e sviluppo precompetitivo a servizi ottimizzati ad hoc per poter offrire un prodotto in grado di soddisfare la domanda di mercato.
- Genereranno un effetto di ricaduta che sarà caratterizzato per un'elevata volatilità, sia sul piano della fattibilità tecnica che dal punto di vista di un ritorno economico e finanziario.

Per questo motivo le risorse che potranno essere offerte dagli individui investitori in capitale di rischio, meglio di quanto possa contraddistinguere il capitale di debito, potranno portare ad un effetto leva più rilevante dal punto di vista dello sviluppo del sistema economico e finanziario. Una delle problematiche rilevanti che attualmente il mercato del capitale di rischio è chiamato ad arginare concernerà la disponibilità di capitali prospettica per poter far fronte alla primaria fase di

---

<sup>102</sup> Fabio Lisca, Il quinto paradigma. Come trasformare la propria azienda in un'organizzazione agile, Franco Angeli, 1 edizione (12 maggio 2017)

Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)



crescita, mediante processi di early stage financing. Attraverso questi processi si è in grado di poter favorire ed aumentare il supporto dal punto di vista qualitativo e quantitativo, mediante una creazione di valore all'interno dell'impresa partecipata, stabilendo così addizionali effetti moltiplicativi all'interno del contesto economico di riferimento nel quale l'impresa di troverà ad indirizzare la sua offerta. Nonostante gli investitori istituzionali in capitali di rischio in Europa abbiano notevolmente aumentato gli investimenti operati e sostenuto l'iter di finanziamento soprattutto nelle fasi di avvio, non si sono ancora conseguiti volumi necessari propri per poter soddisfare il fabbisogno di capitale delle piccole e medie entità imprenditoriali e garantire un loro sviluppo prospettico negli esercizi futuri. Neppure mediante le risorse disponibili sul piano informale da parte dei finanziatori, i cosiddetti business angel, si riuscirà in qualche modo a sostenere la domanda espressa dal settore di riferimento, che comunque attribuisce ai venture capital il ruolo chiave di operatore istituzionale capace di poter in qualche modo contribuire in misura significativa ad un finanziamento concreto dell'innovazione.

### ***6.2.2 – Il ruolo del Private Equity e Venture Capital***

I venture capitalist rappresentano specifici intermediari finanziari che operano sul mercato raccogliendo fondi da specifici soggetti investitori qualificati, quali potrebbero essere per esempio: banche, fondi pensione, fondazioni e compagnie assicurative, che rimpiegano sottoscrivendo quote di capitale sociale di nuove entità economiche che opereranno in settori diversi ad alto tasso di sviluppo. Questi soggetti si antepongono nel normale legame stabilito tra banca ed impresa, rappresenta una sorta di istituzione ibrida di fatto e durante le primarie fasi del rapporto, verrà definito un legame di tipo bilaterale con l'entità economica finanziata che evolve nel proprio settore di appartenenza. La disciplina stabilisce che il legame si conclude quando l'entità del business ha raggiunto un certo grado di maturità tale da rendere possibile una quotazione sui mercati regolamentati. Il soggetto investitore istituzionale acquisisce il ruolo rilevante di socio nelle proprie entità finanziate, diventerà un azionista temporaneo ed in relazione a questa primaria qualifica apporterà risorse finanziarie, competenze diverse sul piano professionale, contatti ed una rete di relazioni utili per poter perseguire specifiche strategie sul piano societario. Tra i principali requisiti determinanti, saranno fondamentali quelli che derivano dalla presenza del socio istituzionale e

saranno legati ad un'implementazione dello standing creditizio nei confronti degli intermediari finanziari che favoriscono l'approvvigionamento di una finanza addizionale nei confronti degli individui intermediari rispetto ai fondi apportati dal venture capital. Il processo di monitoraggio continuo inoltre presuppone di poter intervenire con misure specifiche correttive prima che eventuali inefficienze sul piano finanziario si trasformino in problemi irreversibili da poter arginare sul medio e lungo termine.

Alcune discrete analisi presuppongono che alcune entità economiche venture-backed riusciranno a sviluppare i loro prodotti ed a promuoverli sul mercato di riferimento sulla base di tempistiche potenziali molto più contenute rispetto ad altre entità economiche, presupponendo di fondo un importante vantaggio competitivo. Sulla base di un ambiente competitivo caratterizzato da un incrementale volatilità ed incertezza, in cui le tempistiche rappresentano un fattore strategico rilevante per poter conseguire una leadership nel settore di riferimento. In pecuniali sistemi economici orientati al mercato, il contributo apportato dal venture capital spesso verrà definito e si concluderà con una IPO della società partecipata. Il disinvestimento promosso mediante una quotazione sui mercati regolamentati, soprattutto in presenza di segmenti dedicati alle entità economiche technology based, consentirà di poter superare inoltre uno degli elementi di maggior criticità dal punto di vista operativo, per quanto riguarda il processo di investimento nel capitale di rischio. Possiamo stabilire che facendo riferimento a queste premesse iniziali, si potranno delineare diversi punti chiave i quali potranno essere:

- Il processo di disinvestimento deve essere promosso all'interno di un intervallo temporale prestabilito, dovrà oltremodo essere realmente effettuabile nel senso che il venture capital dovrà avere la garanzia che, nel momento in cui il business avrà raggiunto il grado di maturità precedentemente definito si potrà stabilire di fatto una procedura di exit senza limiti da parte dei diversi individui. Dovranno essere previsti quindi precisi automatismi che
- La partecipazione assunta dall'individuo investitore dovrà essere valutata al reale valore di mercato, ossi dovrà rispettare specifici canoni oggettivi.

In relazione a questo specifico elemento sembra evidente che il ricorso alla quotazione garantisca una minima stima oggettiva, che non lasci spazio a valutazioni sul piano della

convenienza. Inoltre sulla base di queste considerazioni sarà possibile conseguire e raggiungere un giudizio di merito sui risultati ottenuti dal Venture Capital. Il processo programmato mediante un disinvestimento addizionale tramite IPO sarà conveniente come operazione anche per i soci fondatori che sulla base di queste considerazioni iniziali è come se acquistassero un'opzione call sul controllo, che diversamente potrebbe portare in caso di exit tramite una vendita specifica a terzi. Se l'opzione dell'exit rappresenta di fatto un elemento determinante relativamente agli investimenti opportunamente ottimizzati in relazione al capitale di rischio, si dovrà prendere in considerazione anche la pecuniaria tipologia di individui operatori che svolgerà tale attività. Possiamo assumere che al di là dei vincoli imposti sul piano operativo, sarà possibile aggregare in due diverse categorie i venture capital, che potranno essere di due tipi sostanzialmente: fondi chiusi ed altri operatori. Una delle caratteristiche determinanti dei fondi chiusi, sarà contraddistinta dalla scadenza e dalle specifiche forme di remunerazione. Sulla base del primo aspetto, si dovrà far riferimento al termine formale del processo d'investimento entro il quale di fatto il fondo dovrà poter liquidare le diverse partecipazioni assunte e restituire le diverse quote, presupponendo un'attenta pianificazione temporale degli interventi operati sul piano sistemico e alle diverse modalità di disinvestimento. Di fatto possiamo stabilire che gli intermediari finanziari privati e gli operatori pubblici prevedranno meccanismi di retribuzione corretta solamente marginale che sarà improntata sul concetto di management fees, mentre i fondi chiusi rimborseranno gli individui gestori attraverso il carried interest, ossia mediante una quota percentuale delle plusvalenze rilevate.

In sostanza come delineato dalle precedenti assunzioni, sembra chiaro che finanziamenti diversificati erogati a titolo di capitale di rischio rappresentino la modalità di acquisizione ideale da parte di knowledge base, che cresceranno in modo più esponenziale se otterranno finanziamenti rilevanti sotto forma di equity. Il legame o correlazione positiva propria tra risorse rappresentate dal capitale di rischio e crescita delle entità economiche partecipate, verrà in generale interpretata come il frutto del valore aggiunto apportato al soggetto economico.

Abbiamo potuto appurare come con il termine "private equity", si possa intendere comunemente un processo di investimento nel capitale di rischio di entità economiche che non saranno quotate sul mercato. Questo processo verrà di fatto protratto da soggetti

finanziari, come potrebbero essere per esempio: banche d'affari, divisioni merchant di intermediari finanziari, fondi mobiliari chiusi, entità private di equity, società finanziarie private e società finanziarie pubbliche. Vengono comunque delineati processi che saranno strutturati e negoziati al di fuori del mercato azionario e che si relazioneranno con valori standard di quotazione. Normalmente questi processi verranno promossi seguendo un determinato fine strategico, per quanto riguarda le diverse entità economiche destinatarie dell'investimento in capitale di rischio. Saranno programmate ed attuate per poter conseguire due diverse finalità, ossia: il finanziamento viene ottimizzato sotto forma di acquisizione/sottoscrizione di partecipazioni (di maggioranza o minoranza, unitamente ad altri strumenti complementari) ed inoltre sussiste una secondaria reale motivazione che potrà essere legata al fatto, che normalmente sarà previsto il coinvolgimento della società di private equity nella gestione operativa dell'entità partecipata. Quelle appena definite saranno solamente due delle principali caratteristiche che definiranno in modo determinante la funzione del private equity e che la differenzieranno in maniera sostanziale dagli altri processi di finanziamento implementati per poter supportare i diversi soggetti economici. Il processo di reperimento del " capitale paziente ", potrà figurare come un iter decisivo per quanto riguarda l'economia di una singolare entità economica, ancor di più nel caso in cui si verifichi l'incrementale difficoltà da parte delle piccole e medie entità economiche verso il reperimento di fonti aggiuntive finanziarie sul mercato di riferimento, in relazione a costi variabili.<sup>103</sup>

Possiamo stabilire che il sistema italiano, relativamente alle PMI sarà affetto da un rilevante problema, necessario ad essere arginato sul piano strutturale, che potrà essere contraddistinto da una sottocapitalizzazione. Questo fattore di inefficienza porterà le PMI ad essere molto instabili sotto il profilo finanziario, inoltre saranno vulnerabili ed incapaci di poter far fronte a periodi di crisi economica. Questo si rifletterà anche sulla possibilità concreta di poter accedere alla componente di credito, soprattutto nel caso in cui si verifichi

---

<sup>103</sup> Stefano Caselli (Autore), Giulia Negri (Autore), *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press; 2 edizione (3 gennaio 2018)

Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)

una condizione di stretta creditizia. Per diversi anni le entità economiche italiane hanno attuato processi di produzione e vendita sfruttando in modo esclusivo, soltanto la componente di debito, per troppi anni invece gli intermediari finanziari hanno concesso di elargire finanziamenti senza di fatto differenziare le iniziative meritevoli da quelle non meritevoli, o tra progetti remunerativi o meno. Ora invece per via delle diverse condizioni di inefficienza createsi, si prediligono tagli generalizzati delle fonti di finanziamento e si favorisce una forte selettività nell'erogazione della componente di credito da parte degli intermediari finanziari. Uno degli inter di valutazione protrato al fine di individuare l'entità economica più favorita dal punto di vista del merito creditizio, sembrerà concernere il grado di capitalizzazione delle singolari imprese che operano sul mercato. Possiamo appurare come il grado di capitalizzazione, costituisca un fattore chiave per la messa in moto di processi in linea con il proprio core business societario. Il private equity potrà rappresentare un'occasione importante dal punto di vista dell'erogazione dei capitali, essendo uno strumento importante di investimento nel capitale di rischio.

Per quanto riguarda il ciclo di vita societario, sussisteranno delle fasi in cui, sarà sostanzialmente precluso l'accesso al mercato dei capitali e per quanto riguarda la componente di credito, questo a causa di differenti fattori, quali potranno essere: rischio/rendimento, livello dimensionale, mancanza di asset da poter offrire e così via. Sulla base di queste considerazioni, possiamo stabilire che per un'entità economica che da poco opera sul mercato, pur presentando ottime prospettive di crescita dal punto di vista del fatturato, oltremodo incontrerà elevate difficoltà nel reperimento dell'entità di capitale di rischio per mezzo di pecuniali strumenti tradizionali. Possiamo stabilire che soprattutto nelle primarie fasi di vita, il rischio sistemico dell'entità sarà elevato e normalmente le prospettive di crescita non saranno buone poiché molto spesso si opererà sul mercato in deficit. Queste caratteristiche scoraggiano fortemente gli individui investitori ed in generale quelli con una propensione al rischio non particolarmente elevata ed inoltre questa condizione o stadio iniziale potrà rappresentare un limite anche per quanto riguarda la componente di debito da dover richiedere agli intermediari finanziari. Questo in genere sarà dovuto ad una dotazione scarsa di capitale fisso da poter offrire a favore di una certa entità di flusso attribuito mediante una componente di debito. Molte volte in situazioni come queste un intermediario finanziario sarebbe favorevole ad attribuire una certa entità di flusso positivo solo a fronte

di tassi d'interesse richiesti elevati, questo rappresenta un passo critico da dover prendere in considerazione. Molte volte l'operato del private equity investor potrà addirittura essere l'unica possibilità per poter far nascere o sostenere una singolare entità economica, sviluppare un'idea o progetto di business e crescere sotto il punto di vista dimensionale e del valore, perseguendo la propria attività e processi in linea con il core business ed evitando inefficienze sistemiche. Oltre all'entità del capitale di rischio apportata all'interno del soggetto economico con il conseguente fine di poterlo supportare, un altro elemento addizionale da dover prendere in considerazione è contraddistinto dal know-how manageriale e tecnico da parte del singolare operatore. Possiamo sostenere che a seconda delle condizioni definite dal mercato, questo ultimo individuo potrà essere in possesso di una determinante esperienza nel settore di appartenenza e vanterà in generale un significativo track record contraddistinto da numerose realtà societarie.

Gli individui fin qui descritti quindi influiranno in maniera attiva, implementando il valore all'interno dell'entità mediante il conseguente apporto di risorse strategiche quali potranno essere il know-how societario ed entità di capitale finanziario. Possiamo assumere che si presenteranno casi residuali nei quali l'individuo confluirà solamente capitali, ma normalmente l'operatore favorirà l'ottimizzazione dei processi societari incoraggiando la creazione prospettica del valore imprenditoriale nel medio e lungo termine. Possiamo assumere che durante tutto l'iter di sostegno mirato ed articolato, sarà programmata un'attività di gestione monitoraggio e controllo continua e delineata per ciascuna delle organizzazioni funzionali presenti nel portafoglio dell'operatore. Nel corso degli esercizi l'attività di private equity programmata si è naturalmente diversificata, in diversi mercati e settori in funzione alle diversità proprie dei sistemi economici e politici, sociali, tessuti imprenditoriali. Sul piano di sviluppo incrementando l'offerta degli operatori presenti sul mercato ed i diversi servizi definiti sulla base del capitale di rischio imprenditoriale. Sul piano terminologico, sarà possibile classificare il fenomeno in diverse tipologie che si sono sviluppate nel corso degli anni sulla base di alcuni referenti aziendalistici. Possiamo assumere che storicamente negli USA, questo fenomeno verrà definito nella sua globalità come "attività di private equity" e verrà in secondo luogo differenziato tra operazioni venture

capital o buy out in relazione al tipo di individuo investitore che promuoverà il processo di investimento ( venture capital funds e buy out funds ). In relazione all'attività del venture capital verranno ricondotte due peculiari tipologie di azioni, le quali potranno essere:

- L'early stage financing, ossia attività d'investimento che verranno promosse a favore di piccole entità soprattutto nelle fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa.
- L'expansion financing, ossia processi consolidati d'investimento e supporto per quanto riguarda specifiche entità imprenditoriali già avviate, con il fine di poter in qualche modo contribuire ad un processo di crescita e sviluppo, per quanto riguarda realtà economiche già consolidate nel corso del tempo.

Sulla base di queste considerazioni iniziali possiamo assumere che con il termine " venture capital ", generalmente si è soliti far riferimento a processi di investimento che favoriscono una crescita e saranno promossi al fine di poter sostenere le fasi di sviluppo iniziali delle singole entità economiche, per quanto concerne il pensiero Europeo. In secondo luogo possiamo sostenere che con il termine private equity ci si potrà riferire a tutte le altre tipologie di finanziamento operato mediante il capitale di rischio di entità economiche non quotate, relativamente a fasi successive iniziali del ciclo di vita dell'impresa ( expansion, replacement, buy out, turnaround ). Ad oggi il processo o l'iter mediante il quale un singolo soggetto economico potrà essere sostenuto lungo tutto il ciclo di vita economico si sta oltremodo uniformando, da un punto di vista operativo relativamente al raggio d'azione interno al settore in cui si opera, assumendo appunto una concezione più statunitense sotto il profilo sia terminologico che metodologico. Di fatto possiamo assumere che il venture capital non costituisce un processo distinto del private equity, ma nello specifico una tra le fattispecie della complessiva attività di private equity. Normalmente l'attività svolge un ruolo cardine nello sviluppo di nuovi prodotti, concezioni, tecnologie, ampliamento del capitale circolante, rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria di un'impresa, alla risoluzione di questioni strettamente correlate alla struttura proprietaria o al ricambio generazionale, all'acquisizione di un'impresa da parte di un gruppo manageriale esterno e/o interno alla stessa.

Dopo aver delineato in generale l'attività promossa da questi importanti operatori sul mercato, possiamo assumere che l'articolazione della procedura di investimento potrà variare anche in modo significativo alle differenti operazioni di private equity, concentrando

l'attenzione su specifiche criticità di base. In linea di massima normalmente un processo di buy out che prevede l'assunzione del pacchetto di maggioranza e quindi la totalità del controllo di un'entità target da parte dell'investitore sul mercato di riferimento, saranno differenti da quelle inerenti ad un iter di expansion nella quale un individuo predilige una posizione di minoranza allo scopo di poter tutelare la crescita dimensionale dell'entità target. Questa condizione varrà per tutte le diverse tipologie di private equity, dal momento che qualsiasi classificazione assunta sarà funzionale per il raggiungimento di una finalità specifica, anche se la strutturazione del processo di investimento nella sua globalità assumerà una conformazione differente a seconda degli obiettivi da dover perseguire. Dopo aver delineato questa importante premessa, sarà possibile definire alcune fasi tipiche che accumulano tutte le diverse operazioni di investimento e che quindi definiranno l'attività di private equity nella sua globalità. Questi processi potranno essere così riassunti in sintesi<sup>104</sup>:

- Processo di ricerca e screening delle diverse opportunità di investimento sul mercato, dal punto di vista dell'operatore.
- Identificazione e selezione dell'entità economica target
- Primaria fase di valutazione ed analisi del profilo imprenditoriale
- Analisi specifica dell'entità economica e strutturazione dell'operazione
- Due diligence
- Trattativa e finalizzazione del deal
- Closing
- Monitoraggio dell'investimento

Dal punto di vista operativo, l'iter organizzato di private equity ed il processo di ricerca, selezione ed definizione delle opportunità di investimento, viene definita una condizione di vitale importanza dal punto di vista dello sviluppo della propria attività e rappresenta infatti il primo determinante

---

<sup>104</sup> Stefano Caselli (Autore), Giulia Negri (Autore), Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals, Academic Press; 2 edizione (3 gennaio 2018)

Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)



presupposto dell'attività stessa. Di fatto possiamo assumere che rappresenta un elemento rilevante da dover prendere in considerazione, il deal flow ossia la rilevazione ed esplicitazione di un flusso potenziale inerente alle possibilità di investimento. Sulla base di queste assunzioni, l'operatore impiegherà diverse risorse per poter ricercare ed definire profittevoli opportunità di investimento, in media su 100 profittevoli proposte d'investimento che vengono presentate mediante un'esposizione delle generalità del progetto, potremmo definire che 60 verranno scartate dopo breve tempo ed una conseguente analisi preliminare. Mentre altre 25 progetti di investimento saranno scartati in seguito ad valutazione operata più specifica, altre 15 saranno cestinate dopo aver preso in considerazione nel dettaglio il business plan ed aver effettuato una due diligence: in generale su 100 proposte iniziali, al termine del processo di selezione rimarranno solamente 5 possibili opportunità di investimento per l'operatore da effettuare. I dati qui presentati saranno delle stime effettuate in modo grossolano sulla base dell'esperienza di questi individui e non rappresenterà quindi in nessun modo una statistica operata in modo puntuale sulla base di principali criteri valutativi e scientifici. In questo caso però possiamo comunque appurare che la condizione di ricerca protratta nel corso degli esercizi al fine di poter conseguire un risultato prospettico di base, risulterà difficile da poter conseguire poiché bisognerà valutare nella sua globalità l'entità del business da dover prendere in considerazione. Un elemento critico di successo, che potrà permettere una conseguente generazione di deal flow, potrà essere rappresentato dalle qualità soggettive dell'operatore, quali potranno essere pertanto: l'immagine, la notorietà, l'esperienza maturata e finalità raggiunte in passato. Di fatto le diverse attività e finalità perseguite dall'individuo potranno essere ricostruite sulla base di un track record, ossi possiamo delineare che queste premesse saranno messe a disposizione dal soggetto investitore per poter valutare in ugual modo un certa credibilità di base nei confronti del mercato e sarà molto difficile che gli venga concessa una credibilità, in assenza di un precedente bagaglio positivo di esperienze consolidate nel tempo.

Le diverse opportunità di investimento, oltre che essere ricercate da parte degli individui investitori potranno discendere da proposte presentate a questi ultimi dalle entità economiche stesse e pertanto ci si pone dal punto di vista di un imprenditore alla ricerca di partner a supporto dell'iniziativa di avvio, crescita dimensionale e ristrutturazione. I diversi individui che stabiliscono un determinato legame con l'entità economica di riferimento, indirizzano l'offerta non soltanto

limitandosi al semplice apporto di capitali all'interno dell'entità economica ma definendo una serie di specifici servizi accessori predisposti ad hoc, i quali potranno essere<sup>105</sup>:

- Supporto dal punto di vista strategico, finanziario e direzionale per quanto riguarda le primarie scelte di investimento.
- Apporto di nuovo management con pecuniali competenze relativamente al settore di riferimento dell'entità economica target.
- Implementazione della struttura finanziaria.
- Sostegno sul piano commerciale e del marketing.
- Ridefinizione dell'assetto organizzativo, dal punto di vista delle risorse umane
- Miglioramento dei processi di pianificazione e controllo mirato dei processi di gestione
- Ottimizzazione ed implementazione dei processi sotto il profilo fiscale
- Miglioramento dei sistemi di governance societari
- Formulazione di specifici network di contatto, anche a livello internazionale
- Implementazione dell'immagine legata all'assetto societario e dello standing imprenditoriale relativamente al mercato ed al sistema bancario.
- Certificazione dei piani e progetti imprenditoriali attuabili.

In relazione all'offerta preposta, sia dal punto di vista degli operatori che in termini di contributi per l'entità economica, sarà fondamentale che per l'individuo imprenditore (o il top management dell'azienda) scelga di presentarsi agli investitori le cui peculiarità siano coerenti con le proprie esigenze richieste dal mercato. Questo vale in primis facendo riferimento alla finalità preposta e perseguito dall'individuo: se, ad esempio, vi è l'esigenza di una ristrutturazione finanziaria della società, è bene rivolgersi ad un operatore con comprovata esperienza in tale comparto. Sul piano formale un altro rilevante aspetto da prendere in considerazione è il settore di attività in cui opera l'entità economica; Sussistono infatti individui generalisti che investono nei più differenti settori e

---

<sup>105</sup> Stefano Caselli (Autore), Giulia Negri (Autore), *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press; 2 edizione (3 gennaio 2018).

Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)

operatori concentrandosi su specifiche nicchie di mercato. Un'entità economica ad alto contenuto innovativo sotto il profilo tecnologico, dovrà relazionarsi con operatori specializzati, in grado di apportare decisive competenze sotto il profilo tecnico oltre alle risorse finanziarie. Per ultimo si vorrà focalizzare l'attenzione su un aspetto che potrà però figurare come marginale, ma che in realtà non è così; si tratta legame umano che sussiste tra gli esponenti dell'impresa e quelli del partner finanziario. Sarà fondamentale in prima approssimazione che tra di essi si instauri un legame caratterizzato da spirito di collaborazione, da stima e fiducia reciproca; la finalità comune e ultimo dovrà essere la creazione di valore sul medio e lungo termine, il che richiede in primo luogo una determinante unità d'identità da parte di tutti gli individui coinvolti. Sulla base di queste considerazioni è rilevante che fin dall'inizio del legame di collaborazione tra soggetto economico ed individuo investitore vengano delineati con chiarezza tutti gli aspetti del rapporto (obiettivi, attese, ruoli, accordi contrattuali, remunerazioni, ecc.); inoltre la sussistenza dell'individuo operatore professionale a fianco del gruppo imprenditoriale verrà intesa da quest'ultimo come una vera fonte di plusvalore addizionale. L'istaurazione di questo tipo di legame, rappresenta di fatto un presupposto fondamentale ai fini del successo dell'operazione che andrà consolidandosi nel corso del tempo.

### ***6.2.3 – Le diverse modalità di investimento, rischio e durata dell'operazione***

Dopo aver delineato il ruolo assunto dal Venture Capital all'interno del mercato operativo, in questo capitolo analizzeremo nello specifico la struttura dell'operazione che potrà stabilire un fattore critico da dover prendere in considerazione, per operare un allineamento tra gli interessi del socio investitore e del socio imprenditore. Generalmente chi richiede l'intervento di questi professionisti, rappresenta per lo più individui privi di competenze sul piano strategico e manageriale, per questo motivo in una primaria fase d'analisi condotta possiamo assumere che questi operatori svolgeranno un ruolo fondamentale per poter incrementare il valore imprenditoriale del proprio business di appartenenza. In questo capitolo valuteremo sul piano tecnico anche le fasi del processo che caratterizzano le modalità dell'investimento operato dal finanziatore, tenendo ben presente un'altra problematicità rilevante, che potrà derivare dal rapporto tra gli individui per quanto

concernano le asimmetrie informative proprie dei contrenti in una fase di contrattazione. Da un lato possiamo appurare come il socio imprenditore potrebbe essere propenso ad un finanziamento sostanziale dell'idea per poi abbandonare l'attività di gestione, invece l'individuo investitore potrebbe prediligere una strategia sul breve termine per poi favorire un rientro sostanziale del processo d'investimento effettuato a discapito dello sviluppo della società target. In sostanza si approfondiranno in questo capitolo i processi assunti e messi in atto dall'individuo investitore nella primaria fase di screening delle diverse idee finanziabili, sottolineando e valutando le incertezze diverse nelle fasi iniziali ed asimmetrie informative. Successivamente si deriverà la conformazione tipica di un contratto di Venture Capital, definendo i termini affini del contratto e le relative tempistiche, i diritti e doveri stabiliti dalle parti. Si procederà a valutare le principali differenze tra le tipologie di individui investitori e di intervento, in relazione alla tipologie di operazione. Inoltre possiamo assumere che si definiranno le condizioni favorevoli assunte, sulla base delle componenti della struttura di costo che derivano da questo rapporto collaborativo instaurato. Prima di procedere con l'investimento in capitale di rischio per quanto riguarda una qualsiasi attività imprenditoriale, i venture capital definiranno un'analisi protratta al fine di delineare l'entità target per loro più meritevole. Una delle peculiarità rilevanti del Venture Capital, consiste nel finanziamento di un progetto imprenditoriale che sarà di recente costituzione, gli esiti circa il livello di incertezza saranno molto elevati ed uno studio, condotto dagli esperti del settore ha dimostrato come il 92% dei Soci Imprenditori coinvolti in un processo di Venture Capital, era alla prima esperienza imprenditoriale.

Il grado di incertezza dell'operato, si baserà essenzialmente sulle prospettive economiche di crescita dell'entità finanziata, non potendo essere disponibili i dati storici pregressi della stessa. In secondo luogo possiamo stabilire come il socio investitore ed imprenditore presuppongano elementi diversi per quanto concerne l'entità economica, fin quando non si definirà un sistema che sia in grado di apportare delle garanzie offerte concrete l'individuo imprenditore proprietario dell'organizzazione funzionale sarà in qualche modo restio a rilevare tutte le informazioni al venture capital. Di fondo possiamo stabilire, che sulla base di queste considerazioni sarà lecito delineare la manifestazione dell'entità di costo di agenzia ,tra l'individuo investitore ed il socio imprenditore, sotto due comuni

profili i quali potranno essere: l'imprenditore da un lato, potrà usufruire dei "benefici privati", poiché appunto il venture capital all'interno della realtà imprenditoriale come abbiamo visto nei paragrafi precedenti non svolgerà solamente un ruolo passivo, ma oltre a finanziare il progetto imprenditoriale molte volte apporterà anche le proprie conoscenze che saranno in grado di produrre un certo plusvalore all'interno dell'entità economica. Dall'altro lato, sulla base delle maggioranze richieste in assemblea ordinaria chi deterrà il controllo sulla singola entità economica potrà assumere un atteggiamento opportunistico, mediante una massimizzazione dei propri interessi, perdendo di vista le primarie finalità del soggetto economico.

In generale negli accordi di Venture Capital, la funzione di controllo per quanto riguarda la società sarà dinamico poiché le tempistiche contrattuali presuppongono il trasferimento del controllo sulla base di specifici risultati conseguiti. L'esperienza dimostra come nella maggior parte dei casi però, sarà molto più facile per il socio investitore assumere un comportamento opportunistico, infatti possiamo sostenere come sia quest'ultimo a gestire il controllo sull'entità economica e sul consiglio di Amministrazione ed i diversi termini contrattuali saranno predisposti sulla base del suo operato. In questa tipologia di contratti possiamo assumere che l'individuo investitore potrà sostituire il socio imprenditore per quanto riguarda la carica di amministratore delegato, questo sarà possibile sfruttando la normativa per cui, per quanto riguarda la cessazione da tale carica le opzioni poste in essere dal soggetto imprenditore saranno cancellate/riacquistate al prezzo di mercato. In relazione a queste assunzioni l'individuo imprenditore potrà essere sostituito con un socio che accetti dei compensi inferiori andando ad elidere in questo modo l'effetto conseguente della remunerazione. Normalmente le condizioni contrattuali presuppongono la consegna o attribuzione di strumenti rappresentativi del capitale sociale privilegiati convertibili in favore del socio investitore, questo porterà a delineare ulteriori costi di agenzia poiché le azioni privilegiate fanno sì che l'individuo venture capital, persegua i processi strategici con un minor grado di rischio.

Possiamo sostenere che l'individuo investitore potrà in qualche modo liquidare l'entità economica, anche se l'opzione migliore sarebbe protrarre l'attività imprenditoriale di fondo comune per poter garantire un conseguente ritorno iniziale dell'investimento. Da queste assunzioni primarie, sulla base della strategia attuabile dal socio investitore si potranno definire due distorsioni potenziali: da una parte gli individui finanziatori potranno in qualche modo essere meno disposti a portare a termine un'operazione di investimento poiché verranno corrisposte principalmente titoli ordinari

rappresentativi del capitale sociale ed inoltre dall'altra parte si rileverà un meccanismo inventivamente nei confronti dell'organico societario.

In genere sebbene si verifichi meno, possiamo stabilire che non potrà essere escluso a priori un comportamento negativo ed opportunistico da parte del proprietario dell'entità economica, in quanto si potranno formare delle specifiche asimmetrie derivanti dall'abbandono dell'attività imprenditoriale una volta rilevato il finanziamento necessario per avviare l'attività all'interno del settore operativo oppure ottimizzare i processi industriali. Questi processi saranno invalidanti soprattutto per quanto riguarda specifici accordi che si basano sul capitale umano, inoltre possiamo assumere che l'individuo investitore non avrà le conoscenze scientifiche e tecniche per ottenere risultati positivi o per anche soltanto far fronte all'investimento effettuato. In relazione a queste assunzioni conclusive, con l'obiettivo di ridurre l'incertezza, le diverse asimmetrie informative ed i fattori di costo inerenti all'agenzia, si farà in qualche modo ricorso ad un processo di contrattazione privatistica. Di fatto una delle modalità che permette di agevolare il meccanismo di controllo dal punto di vista processuale viene definito come staging capital. Possiamo assumere che difficilmente l'individuo investitore finanzia l'imprenditore in un'unica soluzione, ma sostanzialmente sarà più propenso ad effettuare investimenti in capitale di rischio in periodi differiti, programmando bene le tempistiche in relazione ai vantaggi ottenuti sul piano dei risultati attesi. Possiamo in primo luogo sostenere che il soggetto investitore non sarà obbligato a fornire tutto il capitale sottoscritto di fatto, ma potrà rifiutarsi e recedere dal legame collaborativo nel caso in cui verranno meno le prospettive considerate inizialmente. La dinamica dello staging capital incentiva i vertici dirigenziali ad una idonea gestione, per quanto riguarda invece i conferimenti connessi saranno protratti al conseguente raggiungimento di determinanti finalità economico- finanziari e industriali. Un'eliminazione dell'entità di capitale finanziario programmato, oltre a limitare un conseguente sviluppo dell'entità economica, sarà oltremodo un segnale negativo che verrà lanciato nel settore in cui si intenderà focalizzare l'attenzione ed inoltre quando vengono assunti comportamenti opportunistici di questo tipo, sarà più difficile in una fase secondaria cercare nuovi individui disposti a promuovere finanziamenti nei confronti dell'entità economica. Sulla base di queste considerazioni, nella normalità il socio imprenditore accetterà di poter usufruire di finanziamenti

specifici stabiliti per protrarre l'attività finanziaria sul mercato, in modo differenziato optando per una suddivisione programmatica prospettica in relazione agli esercizi futuri. Per poter inoltre agevolare il legame prestabilito tra le diverse entità economiche, un altro fattore chiave necessario ad essere assunto per poter ridurre in modo semplicistico le asimmetrie informative, sarà contraddistinto dal contratto: se l'individuo imprenditore risulterà restio, circa alcune clausole del contratto o dal punto di vista delle scadenze temporali allora molto probabilmente non confiderà nella buon raggiungimento degli obiettivi primari delineati dall'idea imprenditoriale. Sulla base di quanto sostenuto, nel Venture Capital Method, verranno preposti tassi di attualizzazione incrementali (30/70%), proprio a non incoraggiare progetti imprenditoriali che presuppongono tempistiche di medio e lungo termine particolarmente incerte. Mediante termini contrattuali sarà possibile poter tutelare il socio investitore dal fattore di rischio sistemico di ricatto della controparte, stabilendo degli specifici obblighi di non concorrenza e clausole punitive qualora di fatto l'individuo imprenditore abbandoni il progetto di gestione comune. Mediante un contratto ben strutturato, sarà possibile in un certo senso implementare un'allocazione ottimale delle componenti di equity e di debito: maggiore in questo caso sarà la partecipazione rilevata dal socio investitore nei confronti dell'entità di equity e minori saranno le conseguenti componenti di costo di agenzia protratti al fine di una mitigazione dei comportamenti opportunistici operati. In questo caso anche tale individuo prenderà parte al sostenimento di queste componenti di costo in relazione alla partecipazione all'entità di rischio sistemico societaria. In questo caso, per quanto riguarda la struttura finanziaria, verrà stabilita a ciascuna entità parte il poter decisionale in relazione alla partecipazione dei diritti connessi sul piano amministrativo.

In relazione all'investimento operato per quanto concerne l'operazione, normalmente il processo di Private Equity si configurerà con ruolo di società in accomandita per azioni, dove l'individuo investitore diverrà accomandatario ed il socio imprenditore ricoprirà il ruolo chiave di accomandante. Per quanto riguarda il contratto in sede di stipulazione e redazione, verranno delineati i seguenti aspetti rilevanti i quali potranno essere:

- Stabilità prospettica relativamente alla compagine sociale, mediante la stipula di accordi lock-up, per cui di fatto l'individuo imprenditore si impegnerà a non cedere la propria quota di partecipazione per un certo periodo di tempo che potrà essere limitato.

La costruzione dell'operazione inoltre prevedrà piani adeguati di stock options, i quali potranno essere processi adeguati di fidelizzazione dei vertici dirigenziali, piani di exit e clausole di prelazione.

- Un sistema di governance adeguato dell'impresa target, per poter garantire una certa trasparenza ed un'ideale gestione del fondo comune.
- Informativa societaria adeguata, quale caratteristica rilevante del legame collaborativo tra gli individui mediante l'assunzione di processi o politiche divulgative perseguite sulla base delle informazioni rilevate.
- Disinvestimento sostanziale da parte dell'individuo investitore, che verrà disciplinato già in sede di contrattazione.

Possiamo assumere che la trattazione proseguirà con la valutazione della struttura contrattualistica tipica che definiranno inoltre le disposizioni relative al finanziamento iniziale e al disinvestimento in sede di cessione societaria dell'attività. Verranno in primo luogo definiti i dettagli inerenti alle remunerazioni dei venture capitalist, la durata del rapporto di collaborazione e gli obblighi primari assunti dai gestori del fondo comune. Per quanto riguarda il contratto definito tra le parti, si prevedrà che all'individuo vengano assegnate dei titoli rappresentativi del capitale sociale privilegiati, che potranno oltremodo essere convertiti in azioni ordinarie. Sulla base di queste considerazioni l'operatore potrà in qualche modo partecipare al Consiglio di Amministrazione, inoltre verrà assegnata alla stessa il diritto di prelazione in caso di cessione della società partecipata. In sede di incremento del capitale sociale venga attribuito un diritto di opzione, inoltre saranno corrisposti specifici diritti nel caso in cui l'entità partecipata venga quotata su un mercato regolamentato. Queste clausole contrattuali permettono mediante una differenziazione corretta dei diritti sul piano patrimoniale ed amministrativo, di poter far coesistere e riconoscere entrambi i soggetti che tra di loro stabiliscono un legame esplicitato in termini contrattuali, senza che qualcuno riconosca un comportamento opportunistico nei confronti delle parti che hanno partecipato all'operazione. L'individuo investitore contribuisce alla costituzione del fondo, in genere per una



minima parte che potrà essere pari all'1% dell'entità di capitale costituente il fondo di riferimento. Dal punto di vista contrattuale i diversi accordi di finanziamento, il conseguente disinvestimento della quota partecipativa, saranno stabiliti sulla base di rapporti parasociali.

Sussiste la possibilità di poter uscire dal rapporto partecipativo entro una determinata data o scadenza in seguito a rilevanti obiettivi e finalità conseguite, inoltre questa condizione sarà garantita da un'opzione put a favore dell'individuo investitore e quest'ultimo potrà effettuare un'operazione di vendita della propria quota ad una data prestabilita, ad uno specifico prezzo stabilito in sede di contrattazione all'azionista di maggioranza. Una modalità alternativa all'azione put, sarà definita dal "reverse drag along right", che di fatto potrà essere un contratto che attribuisce la possibilità di effettuare l'operazione di vendita entro un determinato arco temporale, assicurando allo stesso tempo la possibilità all'individuo azionista di maggioranza, il diritto di prelazione in una situazione di acquisto. In genere si potrà far affidamento ad una società di consulenza per quanto riguarda l'intero processo, in questo modo si potrà definire l'iter di cessione al prezzo più alto alla corrente condizione di mercato. La normativa stabilisce che potrà essere definita un'addizionale clausola contrattuale, stabilita con il fine ultimo di poter tutelare tutti i differenti azionisti, sarà rappresentata dal "diritto di seguito". Ossia una volta che l'individuo di minoranza partecipa pro-quota a tutti i diversi processi che saranno posti in essere dagli azionisti che detengono la partecipazione maggiore e che prevedono la cessione l'alienazione delle quote partecipative, in questo modo di fatto sussisterà un trattamento eguale indipendentemente dal numero di azioni possedute<sup>106</sup>. L'individuo investitore riceverà un plusvalore addizionale, dal conseguente investimento in capitale di rischio mediante due modalità, le quali potranno essere: sussisterà una commissione per la gestione ( management fee ), che verrà calcolata rispetto alla globalità dell'importo costituito dal fondo, inoltre le disposizioni in merito al contratto stipulato tra le parti prevedranno la possibilità di reperire una partecipazione agli utili ( carried interest ), che sarà stabilito in relazione al capital gain che si ottengono in seguito alla cessione dell'entità economica gestita. La conseguente durata del rapporto in termini temporali, sarà generalmente pari a dieci anni e sarà prevista la possibilità per il soggetto investitore di poter allungare l'orizzonte temporale fino ad un anno, tale operazione potrà essere ripetuta nel corso del tempo. In genere il corrispettivo attribuito per la gestione del fondo nel corso dell'anno e la partecipazione agli utili

---

<sup>106</sup> Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)

societari potrà essere distribuito in relazione alla durata media del fondo o entro il termine prolungato successivamente. Normalmente però l'attribuzione di vantaggi dal punto di vista monetario, per entrambi gli individui che prenderanno parte all'operazione, avverrà su base annua o semestrale e non al termine del contratto. Sulla base di queste considerazioni, sarà strumentale poter delineare l'evoluzione che ha subito la ripartizione di risultato tra soggetti venture capitalist e soci accomandanti. In origine si era stabilito che i venture capitalist ricevessero la propria quota di partecipazione soltanto dopo che gli individui accomandanti fossero rientrati dell'intero capitale investito, quando di fatto la domanda di individui finanziatori è aumentata in modo vertiginoso (prima metà degli anni ottanta), hanno fatto sì che la situazione si capovolgesse, elidendo le normative che postergavano le proprie quote rispetto al rimborso degli individui accomandanti, inoltre i capital gain furono divisi tra le due categorie di soci. Possiamo inoltre sostenere che alla fine degli anni Ottanta la domanda di venture Capital subì un decremento e si ristabilì, inoltre agli individui accomandanti fu assicurata un'entità minima di capitale di ritorno e solo in seguito ricevettero la propria quota di partecipazione, in questo caso l'individuo investitore potrà perseguire una strategia focalizzandosi sul breve termine e raggiungendo il prima possibile la soglia prestabilita beneficiando di un promettente capital gain.

Dal punto di vista contrattuale si presuppone che l'individuo investitore dovrà ricevere a determinate e programmate scadenze (in genere annuali), una relazione da parte dell'organo amministrativo sulla propria situazione, analizzandola dal punto di vista economico e finanziario. In genere si richiede che l'individuo imprenditore fornisca al socio investitore un plafond integrando:

- Informazioni di base contenenti particolari fattori di rischio sistemici che potrebbero influenzare le performance di risultato societarie.
- Informazioni inerenti i dati prospettici finanziari ed operativi dell'entità economica, per consentire un monitoraggio costante dell'attività societaria operata. Inoltre possiamo assumere che queste tipologie di informazioni in genere saranno delineate sulla base dello stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario che verranno definiti sulla base dei principi stabiliti dal mercato in cui l'entità economica si troverà ad operare.

⑨ Possiamo stabilire che questa tipologia di informazioni, risulterà importante per poter valutare l'andamento prospettico annuale societario, inoltre sarà essenziale per poter appurare con largo anticipo se il processo strategico delineato porta a risultati in grado di attribuire un certo plusvalore rilevante per la singolare entità economica . Sulla base dell'andamento imprenditoriale delineato, l'individuo finanziatore potrà in ugual modo programmare le tranches addizionali di finanziamenti da poter apportare in una fase successiva all'intero della singola impresa per poterla sostenere negli esercizi futuri in una fase conseguente l'avvio dell'attività. I vertici dirigenziali, sono riusciti ad orientare tutti gli interessi imprenditoriali in una comune direzione, per il raggiungimento di questo obiettivo sarà necessaria l'assunzione di una struttura che implementi le prestazioni della singolare entità economica andando a programmare specifici interventi in determinate aree, con scelte di diversa rilevanza sul piano gestionale e finanziario, le quali potranno essere<sup>107</sup>:

- Selezione e promozione del capitale umano in funzione ai posti di lavoro che saranno disponibili.
- Sistema di incentivazione per poter sostenere le condotte determinanti lo sviluppo e per poter correggere quelle non in linea con l'azione strategica.
- Sistema valido premiante, per poter motivare di fatto il personale e limitarne la dispersione verso l'ambiente esterno.
- Sviluppo sul piano operativo della dirigenza, contribuendo alla formazione di figure professionali di rilievo.
- Miglioramento del conseguente rapporto con gli individui dipendenti.

Come sostenuto in seguito, le scelte operate ricopriranno una diversa gamma di possibili interventi che potranno essere diversi a seconda dell'operatore che finanzierà i progetti imprenditoriali, in relazione inoltre anche alla tipologia di operazione. Nello specifico si differenzieranno i soci promotori di capitale attivi da quelli passivi, i primi di fatto contribuiranno alla crescita dell'entità economica, mentre i secondi si limiteranno essenzialmente al conferimento di capitale necessari a stabilire controlli periodici sull'attività di gestione. Nello

---

<sup>107</sup> Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)

specifico possiamo appurare come un individuo promotore attivo potrà seguire un numero minore di progetti imprenditoriali e sulla base di queste considerazioni possiamo sostenere che i soci finanziatori che contribuiranno al sostegno dell'entità economica dal punto di vista economico e finanziario potranno essere di tre differenti tipologie, le quali saranno:

- "Laissez faire " che saranno coinvolti nel processo di gestione imprenditoriale anche se in via minore, andando a compiere per lo più un'attività di consulenza dal punto di vista finanziario.
- "Investitori moderati" che si caratterizzeranno per assumere anche ruoli dirigenziali di un certo livello, come per esempio la selezione formazione e stipulazione di accordi.
- "Investitori Attivi", questi individui nello specifico contribuiranno all'assunzione e formulazione delle decisioni strategiche e monitoraggio dell'attività.

La quota della partecipazione in possesso dell'individuo investitore alla gestione societaria, differisce anche di fatto dalla tipologia di partecipazione posta in essere, possiamo sostenere che per quanto concerne l'entità delle partecipazioni allo stato iniziale ed al loro sviluppo successivo, le condizioni di intervento perseguono gli interessi primari del gruppo societario con il fine ultimo del buon esito dell'idea finanziata. Nella situazione in cui gli interventi mirati siano protratti al fine della quotazione borsistica, l'impresa presuppone di fatto un piano chiaro e stabile per il quale l'individuo investitore assume una partecipazione di minoranza che potrà cedere in una fase secondaria senza grosse problematiche, dopo la quotazione IPO. Nel caso in cui l'intervento posto in essere sia volto ad una ristrutturazione finanziaria di un'entità economica in crisi, in questo caso l'individuo investitore sarà molto spesso obbligato per legge a presupporre la complessiva responsabilità gestionale. In conclusione facendo riferimento alla struttura di costo, le diverse economie di scala e le economie di apprendimento saranno in qualche modo significative per il socio investitore che parteciperà alla gestione di più fondi differenti. In genere per economie di scala si intende un decremento della componente di costo unitaria all'aumentare dei volumi di produzione. Per quanto concerne il sistema di Venture Capital per produzione e distribuzione del prodotto si intende la ricerca e strutturazione di legami, l'osservanza primaria degli investimenti e la distribuzione del

capital gain. Inoltre nella situazione in cui un Venture Capital si troverà ad operare, i costi necessari ad essere sostenuti saranno principalmente fissi ossia non varieranno in base ai volumi di produzione e pertanto le economie di scala non saranno così rilevanti come nella gestione di altri processi produttivi. Per quanto riguarda le economie di apprendimento, i venture capitalist ne usufruiranno, diventando in qualche modo sempre più abili nella contrattazione di accordi con altri individui che saranno coinvolti nell'investimento, quali potranno essere banche società di revisione che parteciperanno all'operazione. Nel corso di queste procedure si coltiverà il network commerciale che aumenterà il valore economico e le garanzie offerte mediante un incremento della credibilità rilevante sul settore operativo della società target finanziata. Nel caso specifico in cui però l'individuo investitore formalizzerà il suo portafoglio rilevante di società target, non si perseguirà sempre la struttura ottimale e nella maggior parte dei casi i costi operativi delineati ed i conseguenti tassi di rischio relativamente connessi alla gestione come soci accomandatari saranno in qualche modo correlati negativamente. In conclusione per quanto concerne una logica di intervento di finanza straordinaria, come quello del Venture Capital, dovrà essere di medio e lungo termine per poter in qualche modo programmare e portare a termine un piano di sviluppo sostenibile. Sarà in qualche modo essenziale per poter trovare del capitale "paziente", in linea con il core business societario ed una creazione di valore addizionale. La sussistenza di soggetti investitori istituzionali nel capitale di rischio imprenditoriale e la presenza di un idoneo sistema di disposizioni di corporate governance, definiranno un fondamentale elemento sul piano strategico su cui poter far leva e focalizzarsi per uno sviluppo sostanziale e prolungato dell'entità economica target. Per questo motivo primario, delineare un sistema normativo, protratto al decremento di asimmetrie informative, rappresenterà di fatto un presupposto primario per poter incrementare il valore del soggetto economico e per poter operare miglie sul piano della gestione aziendale corrente. In relazione a quanto sostenuto, il rispetto delle normative in termini di buon governo e buona gestione dell'entità economica, rappresenta un acceleratore che consentirà di attuare processi di crescita imprenditoriale. Le entità funzionali organizzate che saranno partecipate da investitori istituzionali rileveranno miglie sul piano della pianificazione strategica e controllo operativo relativamente alla situazione finanziaria e definiranno un idoneo sistema di incentivi e di remunerazione, implementando la comunicazione sul piano informativo tra le entità interne e stabilendo uno specifico sistema di reporting.

## **6.2.4 – Il ruolo dei Business Angels**

Nei precedenti capitoli abbiamo delineato la figura del Venture Capital e le diverse modalità di accesso al credito per poter acquisire finanziamenti in capitale rischio. In questo paragrafo focalizzeremo l'attenzione sul business angel, ossia un individuo investitore privato molto spesso ex startupper o imprenditore, non istituzionale che sarà propenso ad investire una parte delle sue risorse patrimoniali nel capitale di rischio di una nuova entità economica societaria. Prendendo in considerazione delle stime operate sul mercato, nel mondo la media che un business angel investe varia dai 30 ai 500 mila euro, nello specifico però in Italia questa cifra diminuirà si aggirerà tra i 30 e 50 mila euro. Questo dimostra come i BA che saranno propensi ad investire grosse cifre per poter avviare un progetto imprenditoriale, siano ben pochi ed inoltre la finalità primaria del Business Angels sarà principalmente quella di poter contribuire alla crescita economica di un'entità e alla creazione di nuovi posti di lavoro. Il ruolo primario assunto dal BA nell'ecosistema del capitale di rischio sarà oltremodo essenziale per poter colmare il vuoto esistente fra il seed capital ( ossia questo fattore potrà essere rappresentato dal capitale familiare, facendo leva sulle diverse possibilità sul piano economico e finanziario di parenti ed amici ) ed Venture Capital ( ossia sarà rappresentato dal capitale di rischio messo a disposizione di investitori specifici ). Le dinamiche che potranno influire sul finanziamento di un progetto imprenditoriale, potranno essere analizzate nella *tabella n2 qui in basso riportata*.

### ***Tabella n2: Finanziamento di un progetto imprenditoriale***

## Come finanziare un progetto imprenditoriale



L'Italian business angel network è stata creata nel 15 marzo 1999 dopo la nascita dell'European Business Angels Network, a cui l'associazione italiana aderisce, ed ha come finalità primaria la fornitura di capitale di rischio e strumenti concreti a imprenditori e investitori per definire entità economiche vincenti.

Questo processo sarà riassumibile prendendo in considerazione determinati punti chiave i quali potranno essere<sup>108</sup>:

- Sviluppo e coordinamento del processo di investimento in capitale di rischio in Italia ed in Europa, da parte di individui investitori informali.
- Favorire uno scambio adeguato esperienziale tra i diversi Business Angels Network.
- Promozione e riconoscimento dei business angels e dei Business Angels Network come individui di politica economica.
- Favorire un processo di coesione tra business angels, imprenditori individuali, dei neoimprenditori e società.

<sup>108</sup> Anna Gervasoni (Autore), Fabio L. Sattin (Autore), Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio, Guerini Next; 5 edizione (16 aprile 2015)

- Contribuire alla predisposizione di programmi locali/nazionali/ comunitari che saranno promossi per poter creare uno sviluppo favorevole dell'ambiente per quanto concerne i diversi investitori informali.
- Mantenimento di specifici contatti con le entità economiche sul piano internazionale, per la creazione dei sopra citati obiettivi specifici.

Gli individui che contribuiranno alla formazione di un network capace di poter favorire lo sviluppo di nuovi progetti imprenditoriali sul mercato di riferimento, potranno valutare e favorire in primo luogo lo sviluppo di start up con un potenziale di crescita rilevante, un processo innovativo dal punto di vista proprietario che potrà assecondare una condizione edenica di vantaggio sostenibile nel tempo. In generale i progetti di business capaci di ottenere un certo finanziamento potenziale, potranno riferirsi ad entità economiche relativamente giovani ( da 0 a 2 milioni di fatturato totale in entrata) e dovranno avere un elevato potenziale di crescita e scalabilità, che assicuri a loro di poter raggiungere almeno i 5-10 milioni di fatturato entro il terzo e quinto anno e quindi relativamente agli exit per gli angels. L'investimento operato che potrà variare dai 300.000 e gli 800.000 euro, si concretizzerà una volta che la fase primaria relativa al seed capital si sarà conclusa. Il BA si presenta quindi come un soggetto privato con un elevato patrimonio netto a disposizione, che verrà investito in modo informale in entità economiche ancora piccole ma che presuppongono un incrementale potenziale di crescita prospettica futura.

Questi individui investiranno in una o più entità economiche e di fatto la tipologia di contratto assunta è quella di un rapporto azionario, si stabilisce un legame di capitale tra le parti poiché il finanziatore corrisponde una certa somma per poter agevolare l'attività societaria ed ottiene in cambio una frazione rappresentativa del capitale sociale. Il BU non assume un elevato controllo sulla singolare entità economica e neppure sulla gestione imprenditoriale stessa, inoltre gli stessi potranno sostenere il soggetto economico nella fase preliminare seed e quella di start up poiché credono fortemente nel piano d'azione imprenditoriale. Verranno comunemente definiti individui investitori a valore aggiunto e presuppongono un grado di propensione al rischio particolarmente elevato, spinti da una forte motivazione imprenditoriale. Il ruolo assunto all'interno dell'entità economica è rilevante, poiché il suo piano di intervento sarà protratto anche al fine di una



conseguente soddisfazione professionale e personale di fondo, la sua posizione andrà a colmare determinanti gap sistemici che intercorrono tra il capitale formulato dal soggetto imprenditore e il capitale messo a disposizione da meri investitori professionali. Oltremodo in aggiunta al capitale, questo soggetto offre anche la sua esperienza professionale, per poter favorire lo sviluppo dei processi societari in linea con il core business ed implementarli, potrà in generale promuovere anche nuove iniziative economiche che penetrino maggiormente il mercato di riferimento. Seguendo questa direttrice il BA, affiancherà il soggetto imprenditore per poter assecondare uno sviluppo sostenuto nel tempo, tenendo presente due processi strategici rilevanti i quali potranno essere<sup>10</sup>:

- Processi Finanziari: L'individuo finanziatore apporta capitale di rischio, ma non verrà sostanzialmente coinvolto nell'attività di gestione, in realtà parteciperà ai conseguenti processi in modo attivo solo in maniera marginale per incarichi di monitoraggio e controllo, come facilitatore di business societario.
- Processi Industriali: Apporterà risorse finanziarie all'interno dell'entità, partecipando oltremodo attivamente nei processi gestionali con il proprio know-how e con le proprie competenze professionali e manageriali sostenendo quindi dei miglioramenti specifici

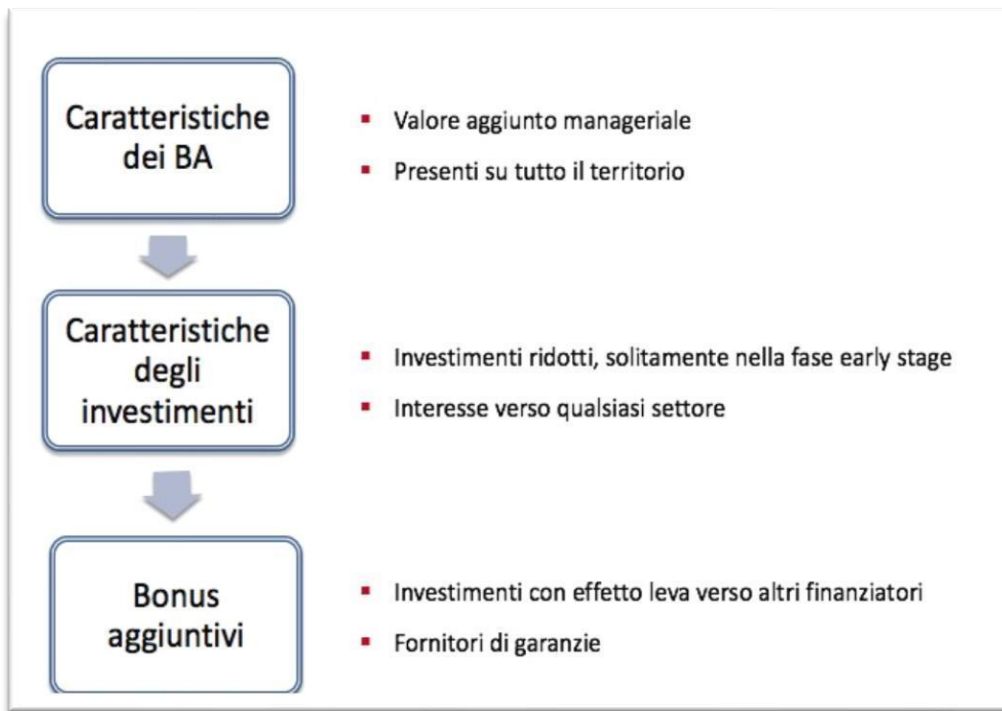
all'interno della singolare entità economica di riferimento. In questo caso comunque la sua finalità principale sarà una monetizzazione, entro un limitato periodo di tempo (3-5 anni ), nel momento in cui si uscirà dall'organismo societario.

In generale la figura del BA, si è formata poiché di recente gli investitori formali fanno sempre più difficoltà ad apportare elevate entità di capitale di rischio nelle imprese soprattutto per quelle organizzazioni funzionali che si troveranno nella condizione early stage ( seed e start up ) per gli incrementali rischi legati alla sfera finanziaria e gestionale.

Questa carenza di un sostegno mirato alle imprese è stata colmata, soprattutto nei paesi di derivazione anglosassone dalla figura del business angel appunto. In genere dal punto di vista dell'organismo imprenditoriale questo ha permesso un superamento mirato delle asimmetrie informative e questa figura interverrà soltanto quando non vi sarà una disponibilità immediata di nessun'altra fonte di finanziamento. Inoltre dobbiamo prendere in considerazione nei processi anche il grado di assunzione del rischio, il BA opera un finanziamento senza alcun obbligo di remunerazione nei confronti dei terzi, sarà pronto quindi ad investire in progetti societari che assumono un elevato

grado di rischio con una crescente volatilità ed incertezza e di fatto sarà responsabile solo per sé stesso. Le sue peculiarità tipiche e l'approccio professionale con cui stabilisce un legame diretto con l'imprenditore, lo faranno ben introdurre nel business ed in questo caso il fattore di rischio sistemico per quanto riguarda comportamenti opportunistici subirà un importante decremento. Inoltre il BA come sostenuto non investe soltanto per un ritorno sotto il profilo monetario ma anche per poter soddisfare le proprie motivazioni di fondo di carattere psicologico e professionale, che lo potranno a favorire comportamenti manageriali ed a rischiare in entità economiche incerte ma con un elevato potenziale. Prendendo in considerazione invece le peculiarità tipiche dell'investimento, la fonte di capitale di rischio messa a disposizione deriva dal proprio patrimonio e quindi la somma investita inizialmente sarà per lo più esigua ( 50000-500000 euro ), giocherà un ruolo fondamentale la fiducia ed il legame che deriverà da entrambe le parti. Inoltre questi individui saranno appunto investitori informali con un campo d'azione limitato poiché preferiranno favorire una condizione di sviluppo nel proprio territorio di appartenenza sulla base delle conoscenze che si hanno. Nella tabella n3, qui in basso riportata possiamo delineare le peculiarità tipiche di questi individui che contribuiscono allo sviluppo della singolare entità economica nel proprio settore di appartenenza.

***Tabella n3: Il contributo apportato dai Business Angels<sup>11</sup>***



Negli ultimi anni il crescente network di business angels anche in Italia ha contribuito alla formazione di eventi nazionali ed internazionali basati su questo tema e andato oltremodo, crescendo i confini di queste figure d'investitori informali. Tra i diversi vantaggi che i BA apportano rispetto ad investitore formale, essi non richiedono garanzie e si accollano tutto il rischio aziendale societario come gli altri azionisti. Egli appunto assicura il conseguente apporto di capitale di rischio ed è consapevole del fattore di rischio sistemico che assume solo verso se stesso, però non dobbiamo confondere questa figura con quella del mecenate. Il BA ha comunque come finalità principale una monetizzazione incrementale derivante dall'investimento iniziale che è strettamente correlata a quella della figura dell'individuo imprenditore. Si potrà delineare come iniziatore di un cammino propedeutico al strumentale intervento degli individui imprenditori che saranno maggiormente attivi in alcune fasi successive a quelle iniziali legate al ciclo di vita dell'entità economica.

Lo sviluppo sul piano economico e finanziario del nostro paese dipende sempre più da una collaborazione efficiente ed efficace tra il mondo imprenditoriale e quello accademico, la maggior parte dei progetti di business innovativi derivano da spin-off accademici dei centri di ricerca e delle società che avranno bisogno di un supporto sul piano finanziario per poter ottenere un valore

rilevante commerciale in futuro, proprio la figura del BA sarà in grado di poter offrire questo. Per questa ragione gli istituti incubatori accademici, saranno strutture di sviluppo sul piano economico

e finanziario pensate per poter fornire risorse e servizi agli imprenditori in una loro fase di avvio, puntando all'autonomia e alla solidità finanziaria in un futuro prossimo. Possiamo delineare due tipi di incubatori, i primi saranno inerenti alla sfera universitaria mentre i secondi potranno essere inerenti alla sfera pubblica e privata. Mediante i primi gli individui ricercatori potranno usufruire di strumenti tecnici, spazi, capitale umano e competenze imprenditoriali per poter trasformare delle idee in veri e propri processi imprenditoriali, inoltre gli incubatori inerenti alla sfera pubblica e privata potranno invece essere sostenuti con capitali stranieri o regionali e saranno prettamente entità no profit che saranno in qualche modo coordinate da personale pubblico ed istituzionale con una localizzazione adeguata sul piano regionale e locale con un interessante focus sulle attività e processi inerenti all'enterprise creation. Possiamo assumere inoltre che i club di angels o business angel club, saranno una forma associativa parallela a quella dei network ed in questi circoli gli investitori si trovano con lo scopo primario di poter in qualche modo condividere proprie conoscenze ed esperienze in maniera diretta. La finalità principale sarà quella di poter agevolare in qualche modo lo scambio di competenze professionali ed informative tra i diversi soci per poter ottenere un confronto in maniera diretta.

Possiamo stabilire che i network di angels potranno in qualche modo aiutare a colmare il gap che si presumono esserci tra domanda ed offerta, si metteranno in contatto con business angels ed imprenditori, organizzeranno in qualche modo forum ed incontri con gli individui imprenditori e potranno inoltre favorire lo sviluppo e la redazione di un business plan o progetto imprenditoriale. Questo infine si presume sia lo strumento migliore mediante il quale un soggetto imprenditore potrà in qualche modo valutare il proprio operato, stabilendo inizialmente i dettagli e le modalità del proprio progetto per poter definirne la reale fattibilità e verificare in qualche modo i risultati economici e finanziari conseguenti. Il progetto imprenditoriale ha una funzione sia esterna che interna, sul piano interno rappresenterà un prospetto utile per poter aiutare l'individuo imprenditore a chiarire e definire la propria idea, inoltre esternamente descrive e comunica l'idea a terzi, quali potranno essere collaboratori, soci attuali o futuri e soggetti finanziatori. Inoltre possiamo assumere che qui il prospetto di business plan rappresenterà uno strumento determinante, poiché definirà la remunerazione prospettica che si prevedrà di ottenere con il tempo

mediante un certo grado di fiducia da trasmettere all'esterno. Il prospetto di business che descriverà le differenti attività esercitate in linea con il core business societario, sarà uno strumento preliminare per poter delineare le principali scelte da operare in futuro in linea con il core business societario, le scelte strategiche da operare, le modalità operative e necessità rilevanti sul piano economico e finanziario per poter coordinare al meglio i processi imprenditoriali al fine di poter ottenere un certo plusvalore rilevante sul mercato di riferimento, inoltre un business plan adeguato dovrà integrare diversi fattori<sup>12</sup>:

- **Executive Summary:** In questo caso possiamo assumere che dovranno essere definiti in assunto, gli argomenti che saranno presentati e rilevanti all'interno del documento. In generale un'introduzione di poche pagine che sia in grado di suscitare un certo interesse a promuovere l'attività relativamente all'individuo finanziatore per poter promuovere al meglio una concentrazione di capitali.
- **Società:** Una breve presentazione dell'entità economica, che contenga una sezione dedicata alle informazioni di carattere generale, quali per esempio potranno essere: forma giuridica, oggetto sociale, organigramma, finalità ecc. Inoltre in questo caso verranno presentati i punti di forza dell'entità economica ed le criticità rilevanti che sussistono.
- **Settore Operativo:** Verrà definita ed operata una valutazione globale del settore di appartenenza, facendo particolare attenzione alla tipologia di clientela diversa, prodotti, fornitori e concorrenti.
- **Prodotto:** Sarà in questo caso operata una valutazione del prodotto offerto o della prestazione di servizi erogata.
- **Mercato:** Valutazione del mercato nel quale l'entità economica opera, le conseguenti proiezioni realistiche sulle vendite dell'impresa.
- **Team:** Peculiarità e ruoli occupazionali degli individui che lavorano all'interno dell'entità economica comprensivo di conoscenze e background sul piano professionale di ciascuno di essi.
- **Strategie:** Differenti modalità mediante le quali sarà possibile conseguire le primarie finalità prefissate.

- **Marketing:** Campagne pubblicitarie e principali canali distributivi che si tenderanno ad utilizzare.
- **Piano operativo:** Valutazione e descrizione dei processi che si intendono operare nel corso degli esercizi al fine del raggiungimento delle primarie finalità societarie, compresa la produzione, commercializzazione dei prodotti, attività di ricerca e sviluppo, impianti diversi ed il personale.
- **Piano Economico e Finanziario:** Sottolinea nello specifico l'entità dei capitali necessari a poter favorire lo sviluppo del progetto imprenditoriale, inoltre il prospetto dovrà presentare stati patrimoniali e conti economici dei futuri 3 o 5 anni.

Abbiamo potuto appurare come oltre ai Business Angels esistano altre forme associative particolarmente rilevanti, come per esempio i Business Angel Club ossia gruppi di investitori che si riuniscono con la finalità propria di poter condividere le proprie conoscenze e confrontarsi direttamente. Nel nostro territorio i club più rilevanti potranno essere:

- *Italian Angels for Growth:* ogni individuo in questo caso avrà dato la disponibilità per un impegno sul piano economico e finanziario pari o superiore a 100.000 euro.
- *Gruppo Giovani Imprenditori Assolombarda:* club di fatto che sostiene i diversi imprenditori nel proprio settore di appartenenza.
- *Club degli investitori di Torino*

In tutte questi gruppi prima di procedere ad un conferimento di capitale di rischio all'interno di un'entità economica sul mercato di riferimento, questi investitori protraggono un processo valutativo in 5/6 realtà societarie in modo approfondito, per poter appurare le diverse peculiarità dei prodotti offerti, la crescita prospettica potenziale, la capacità manageriale e le addizionali competenze tecniche e motivazioni che stanno alla base del team.

## **CONCLUSIONE**

Il seguente lavoro si è posto come obiettivo primario quello di poter differenziare le diverse inefficienze societarie riscontrabili nel corso degli esercizi di una singolare entità economica, mettendo al centro dei processi analitici un iter razionale per poter essere in grado di identificare una direttrice da seguire per delineare una situazione di disequilibrio corrente o futura da dover arginare per riottenere all'interno del contesto operativo un certo vantaggio competitivo. La bontà o meno della situazione in cui giace un'impresa potrà di fatto essere identificata prendendo in considerazione diverse peculiarità riferibili alle differenti aree gestionali per effettuare una diagnosi efficace ed efficiente, le quali potranno essere: Score Finanziario (individuando i punti di forza e debolezza sul piano economico e finanziario dell'impresa); Score Operativo (prende in considerazione l'aspetto strategico, valutando il settore di appartenenza in cui opera l'entità, la struttura e il posizionamento competitivo all'interno del mercato, mettendo in relazione sul piano corrente i risultati ottenuti con quelli degli altri competitors); Score Andamentale (prende come punto di riferimento il legame con i differenti intermediari finanziari ed il merito creditizio). Per l'elaborazione di un iter di stima efficace, si dovranno assumere diversi strumenti sul piano statico (indici) e dinamico (flussi) necessari a condurre un processo valutativo specifico, i quale potranno essere: Riclassificazione di bilancio, analisi per indici e flussi. Per essere in grado di determinare o meno la situazione in cui giace un soggetto economico, sarà strumentale e preliminare prendere in considerazione i dati di bilancio valutati sul piano temporale, riferendosi ad almeno tre esercizi consecutivi ed effettuare un processo comparativo sul piano spaziale, facendo riferimento quindi ai più importanti competitors del proprio settore di appartenenza. Questo confronto di risultato tra le diverse entità economiche è essenziale, poiché durante l'iter di stima operato si sono definiti differenti termini o soglie raggiungibili, espresse per mezzo di indici potenzialmente efficienti. Oltremodo per poter stabilire se un soggetto verte in una condizione di equilibrio o meno, sarà essenziale anche far riferimento alle altre entità economiche del settore in cui si opera. Il seguente lavoro, dopo aver preso in considerazione i più indicativi (KPI) chiave, per condurre ad un iter di risultato efficiente ed effettuare una diagnosi del soggetto economico è stato portato avanti integrando il legame che sussiste tra l'intermediario finanziario ed impresa e le differenti possibilità di finanziamento emergenti, ad oggi potenzialmente sfruttabili in relazione alle nuove direttive e

requisiti sul piano patrimoniale, espressi in termini di patrimonio di vigilanza minimo richiesti per un accesso al credito, fondamentale per far fronte ai propri impegni di breve periodo. Inoltre il seguente lavoro ha permesso, dopo aver preso in considerazione le differenti sfaccettature della crisi di impresa ed aver strutturato un piano di risanamento promettente in termini di risultato, di prendere in causa portatori di interessi esterni (Venture Capital, Private Equity e Business Angels) al soggetto economico, i quali saranno essenziali per un ritorno ad un plusvalore sostanziale e per fornire un supporto reale, dal punto di vista economico e del know-how alla compagine societaria soprattutto nelle fasi primarie del ciclo di vita dell'impresa (seed capital). In conclusione, possiamo sostenere che la formulazione del modello valutativo è stato sviluppato prettamente sul piano teorico, mediante una ricerca approfondita non facile da effettuare, inerente i principali modelli valutativi capace di potersi riferire alle differenti aree del soggetto economico in linea generale. In secondo luogo, l'aspetto valutativo è stato preso in considerazione tenendo conto delle diverse aree di indagine che si riferiscono essenzialmente alle attività che concernano: gestione caratteristica, non caratteristica, fiscale, finanziaria ed operativa.





## **BIBLIOGRAFIA CITATA E CONSULTATA**

Arzac Enrique R., *Valuation: Mergers, Buyouts and Restructuring*, John Wiley & Sons Inc, Stati Uniti, 2013.

Bernardi Silvestro Ugo, *Il controllo di gestione e il budget per la PMI*, De Vecchi, Firenze, 2013.

Brancozzi Simone, *Le crisi d'Impresa: analisi e cause*, Brancozzi & Partners Consulting, 2013.

Biasin Massino, Cosma Stefano, Oriani Marco, *La banca. Istituzione e impresa*, Isedi, Novara, 2013.

Branca Stefano, *Scelte manageriali per le fonti di finanziamento. L'alternativa dei Minibond*, Aracne Editrice, Roma, 2016.

Brugnoli Carlo, *Concezione sistemica dell'impresa e scelte aziendali*, Egea, Milano, 2016.

Cardoni Andrea, *Strategia e performance nel sistema d'impresa. Logiche e strumenti per l'analisi del successo aziendale*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016.

Caselli Stefano, Negri Giulia, *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*, Academic Press, Stati Uniti, 2018.

Catuogno Simona, *Economia aziendale e ragioneria generale. Analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Gruppo editoriale Simone, Napoli, 2016.

Ceroli Pierpaolo, Ruggieri Marco, *L'analisi di bilancio per indici e per flussi. Profili teorici e dinamiche operative*, Giuffrè, Milano, 2015.

Cintolesi Edoardo, Limiti Emiliano, *La valutazione delle aziende nella net economy. Fattori critici, fonti di finanziamento e metodologie valutative*, Giuffrè, Milano, 2002.

Fedele Maria, *Banca e impresa. L'evoluzione del rapporto e le implicazioni generate dagli accordi di Basilea*, Aracne Editrice, Roma, 2016.

Gervasoni Anna, Sattin Fabio L., *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next, Milano, 2015.

Giorgino Maria Cleofe, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Franco Angeli, Milano, 2015.

Hope Jeremy, *Dalla gestione dei numeri alla gestione manageriale: il CFO oggi*, il Mulino, Bologna, 2015.

Lisca Fabio, *Il quinto paradigma. Come trasformare la propria azienda in un'organizzazione agile*, Franco Angeli, Milano, 2017.

Mancin Moreno, *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali*, Giappichelli, Torino, 2016.

Piciocchi Paolo, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità - L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016.

Sciarelli Sergio, *La crisi d'impresa il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, CEDAM, Padova, 1995.

Veneziani Monica, *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2015.