

Facoltà di Economia

Corso di laurea magistrale in:  
Economia e direzione delle imprese

Cattedra  
Sistemi Amministrativi Nelle Holding

*“I processi di turnaround nei gruppi d’imprese: due diligence,  
ristrutturazione finanziaria e rilancio.  
Case study: Gruppo Risanamento”*

Relatore

Chiar.mo Prof.

Alessandro Musaiò

Correlatore

Chiar.mo Prof.

Lucio Potito

Candidato

Daniele Provenziani

matr. 612101

*Ai miei genitori, al mio miglior amico,  
ad Andrea e Daniela*

<b>PREMESSA.....</b>	<b>5</b>
<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>9</b>
<b>CAPITOLO 1   DEFINIZIONI E CAUSE DELLA CRISI D’IMPRESA.....</b>	<b>11</b>
1.1   CONCETTO DI CRISI .....	11
1.2   LE CAUSE DELLA CRISI .....	13
1.2.1 <i>Crisi da inefficienza.....</i>	15
1.2.2 <i>Crisi da rigidità .....</i>	15
1.2.3 <i>Crisi da decadimento del prodotto .....</i>	16
1.2.4 <i>Crisi da squilibrio finanziario .....</i>	16
1.2.5 <i>Crisi da carenza di programmazione e innovazione .....</i>	17
1.3   GLI STADI DELLA CRISI AZIENDALE.....	18
1.4   DIAGNOSI, SEGNALI, SISTEMI DI PREVENZIONE E ALLERTA DELLA CRISI D’IMPRESA.....	21
1.4.1 <i>Le tecniche di accertamento .....</i>	23
1.4.2 <i>Le analisi di bilancio .....</i>	24
1.4.3 <i>Analisi per flussi.....</i>	25
1.4.4 <i>Analisi per indici .....</i>	26
<b>APPENDICE A IL GRUPPO RISANAMENTO COME CASO CONCRETO DI RILEVAZIONE DELLO STATO DI CRISI.....</b>	<b>28</b>
A1 ANALISI FINANZIARIA DEL GRUPPO “RISANAMENTO” .....	28
A2 ANALISI DELLA REDDITIVITÀ NETTA .....	32
A3 ANALISI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE.....	35
A3.1 <i>Analisi della situazione finanziaria e di liquidità .....</i>	36
A4   CONSIDERAZIONI DI SINTESI.....	37
A5   CONTROLLO DI GESTIONE E BENCHMARK CON I CONCORRENTI.....	38
A5.1 <i>Benchmark dei principali competitor .....</i>	40
A5.2 <i>Struttura dei costi.....</i>	43
1.5 LA CRISI DI ORIGINE FINANZIARIA .....	44
1.5.1 <i>Diagnosi d’insolvenza .....</i>	47

## CAPITOLO 2 IL PROCESSO DI TURNAROUND.....49

2.1. IL DECLINO E LA CRISI DELLE IMPRESE.....	49
2.1.1 <i>Le azioni di intervento</i> .....	51
2.1.2 <i>La gestione delle perdite: intervento o cessione/liquidazione?</i> .....	51
2.1.3 <i>Le azioni di intervento in condizioni di insolvenza o dissesto finanziario</i> .....	53
2.2 IL PROCESSO DI TURNAROUND .....	55
2.2.1 <i>Il riconoscimento del declino e l'adozione di una nuova leadership</i> .....	58
2.2.2 <i>Dall'analisi - valutazione al Piano di Turnaround</i> .....	59
2.2.3 <i>La trattativa</i> .....	66
2.2.4 <i>Gestire l'emergenza</i> .....	68
2.2.4. <i>La conclusione del turnaround, la normalizzazione , il ritorno alla creazione di valore</i> .....	75
2.3 I FATTORI CRITICI DI SUCCESSO DI UN TURNAROUND .....	77
2.4 UNA PANORAMICA SUGLI INVESTIMENTI IN AZIENDE IN CRISI IN ITALIA .....	78
2.4.1 <i>I fondi di turnaround</i> .....	79
2.4.2 <i>La struttura di un fondo di turnaround</i> .....	80
2.4.3 <i>L'intervento dei fondi di turnaround</i> .....	81

## CAPITOLO TERZO RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA : IL RUOLO DELLE MERCHANT BANK.....83

3.1. CLASSIFICAZIONI GENERALI DI TURNAROUND .....	83
3.1.1. <i>Politiche finanziarie inadeguate</i> .....	85
3.1.2. <i>Inadeguata gestione del Circolante commerciale</i> .....	86
3.2. LA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA.....	86
3.3 GLI STRUMENTI E IL RUOLO DELLE MERCHANT BANK .....	88
3.3.1 <i>La ristrutturazione del debito</i> .....	91
3.3.2 <i>Il ricorso a nuova finanza e la partecipazione al capitale di rischio</i> .....	94
3.4 LE OPERAZIONI DI ASSET RESTRUCTURING .....	97
3.5 LE ALTRE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA .....	100
3.5.1 <i>La partecipazione al capitale di rischio da parte delle merchant banks</i> .....	103
3.5.2 <i>Le operazioni di merger &amp; acquisition</i> .....	105
3.6 GLI INTERVENTI SULLA STRUTTURA PROPRIETARIA E LA CONCLUSIONE DEL RAPPORTO DI MERCHANT BANKING: IL FAMILY BUY-OUT 107	
3.6.1 <i>Il leveraged/management buy-out</i> .....	110
3.6.2 <i>Le operazioni di Portage</i> .....	115
3.6.3 <i>La cessione di azioni sul mercato: le IPOs</i> .....	115
3.6.4 <i>I canali di disinvestimento delle partecipazioni al capitale di rischio</i> .....	119
3.6.4.1 <i>La cessione della partecipazione</i> .....	120
3.6.4.2 <i>L'acquisizione di azioni proprie</i> .....	121
3.6.4.3 <i>Le operazioni straordinarie</i> .....	122
3.6.4.4 <i>L'operazione di write-off</i> .....	122
3.6.4.5 <i>Il rimborso dei prestiti obbligazionari</i> .....	123

<b>CAPITOLO IV</b>	<b>IL CASO GRUPPO RISANAMENTO</b>	<b>125</b>
4.1	STORIA	125
4.2	IL SETTORE DEL REAL ESATATE	126
4.3	SITUAZIONE ECONOMICO- FINANZIARIA DEL GRUPPO	130
4.4	PORTAFOGLIO IMMOBILIARE DEL GRUPPO	135
4.4.1	<i>Valore contabile e criteri di contabilizzazione</i>	136
4.4.2	<i>Valore di mercato</i>	136
4.5	PIANO DI RISANAMENTO	138
4.5.1	<i>La nuova legge fallimentare</i>	139
4.5.3	<i>Linee guida Piano Industriale 2009-2014</i>	146
4.6	L'ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEL SISTEMA HOLDING	147
4.6.1	<i>L'accordo di ristrutturazione dei debiti Risanamento spa</i>	150
4.6.2	<i>Piano Industriale: dismissioni e cessioni partecipazioni</i>	155
4.6.3	<i>Il Piano Finanziario: vantaggi e difficoltà</i>	156
4.7	CONTO ECONOMICO PROSPETTICO: SVILUPPO E CONSIDERAZIONI SUI RISULTATI	158
4.8	STATO PATRIMONIALE PROSPETTICO E INTERVENTI SU LA POSIZIONI FINANZIARIA NETTA DEL GRUPPO	161
<b>APPENDICE B</b>		<b>166</b>
B1	LE SIIQ	166
B2	LA LOCAZIONE IMMOBILIARE	168
B 2.1	REQUISITO PATRIMONIALE	169
B 2.2	REQUISITO REDDITUALE	172
B3	OBBLIGHI CONTABILI	173
B4	REALIZZO A VALORE NORMALE ED IMPOSIZIONE SOSTITUTIVA	173
B5	ESENZIONE DALL'IMPOSIZIONE IRES/IRAP – TRATTAMENTO DELLE PERDITE FISCALI	174
B 5.1	VANTAGGI FISCALI RISANAMENTO	175
B 5.2	TRATTAMENTO FISCALE IN CAPO AI SOCI DI SIIQ	178
B 5.3	TRATTAMENTO FISCALE DELLE PLUSVALENZE	179
B 5.4	IVA E IMPOSTA DI REGISTRO ED IPOCATASTALE	179
<b>CONCLUSIONI</b>		<b>180</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>		<b>183</b>
<b>SITOGRAFIA</b>		<b>185</b>
<b>ALLEGATO 1 SP – CE CONSOLIDATO – POSIZIONE FINANZIARIA NETTA 2006–2009</b>		<b>186</b>

## *Premessa*

La crisi di impresa è un fenomeno che negli ultimi anni ha acquisito sempre maggiore importanza, non solo per l'aumentata rischiosità delle attività economiche conseguente alla crescente dinamicità dei mercati e alla globalizzazione, ma anche per i riflessi che la congiuntura economica ha avuto e sta avendo sulle imprese.

Il 2009 verrà certamente ricordato come uno degli anni più difficili in assoluto per l'economia mondiale e l'Italia non è certamente rimasta esente dalla tempesta finanziaria in atto.

Il nostro sistema, fondato per oltre il 90% su piccole e medie imprese, da sempre sottocapitalizzate e abituate a ricorrere al credito bancario a breve, sta soffrendo in modo particolare per le conseguenze della crisi: lo «tsunami» nato negli U.S.A. dallo scoppio della bolla immobiliare e dal dilagare dei «titoli tossici» in tutte le istituzioni finanziarie dei paesi più industrializzati ha avuto come effetto secondario nel nostro paese una forte contrazione del credito bancario alle imprese.

Non solo, ma le banche italiane, specie le più importanti, hanno imposto rientri indiscriminati alle imprese affidate, senza distinguere fra le aziende sane e quelle in crisi.

Più grave ancora è stato l'orientamento negativo assunto dal sistema bancario nei confronti delle nuove operazioni industriali, anche quelle validamente sostenute da business plan seri e documentati.

Nel tempo, certamente occorrerà orientarsi verso una maggiore capitalizzazione delle imprese, sia da parte degli azionisti, che delle società di private equity e di venture capital.

Ma nel breve periodo occorre sopravvivere, evitare di perdere la continuità aziendale, proseguire a produrre per restare sul mercato, far valere le qualità che contraddistinguono nel mondo il made in Italy.

In materia di crisi di impresa, molto è stato scritto sulle sue cause, sull'evoluzione e sugli effetti sul sistema economico ma, di frequente, è stata trascurata la trattazione degli strumenti a disposizione dell'imprenditore o, come in tale elaborato, di Holding per la prevenzione, il riconoscimento e la sua gestione, siano essi giudiziali o extragiudiziali.

Troppo spesso una situazione di crisi degenera nel fallimento e nello smembramento del patrimonio aziendale con conseguente perdita dell'esperienza e del valore accumulato (il cosiddetto avviamento e i beni immateriali) perché essa non è stata riconosciuta per tempo e sono state procrastinate le azioni necessarie per porvi rimedio. Ciò accade per diverse ragioni: difficoltà di identificazione della crisi per mancanza di un adeguato sistema informativo aziendale, presenza di una mentalità che confida nell'auto-soluzione dei problemi, convinzione che la crisi sia solo finanziaria e che un'iniezione di capitali sia una sorta di panacea, non considerando che i problemi finanziari sono spesso la

manifestazione o il sintomo di errori strategici e infine, la mancata conoscenza degli strumenti che possono aiutare le aziende ad uscire dalla crisi.

Processi di turnaround, business angels, venture capitalist, piani di risanamento, accordi di ristrutturazione dei debiti, concordato preventivo sono termini che devono diventare di uso comune in quanto rappresentano la soluzione del problema crisi.

L'importanza dell'impresa nel sistema economico e sociale italiano e le conseguenze che la crisi può comportare in termini di perdita di valore per il sistema nel complesso ha portato il legislatore a riformare radicalmente il sistema delle procedure concorsuali non soltanto per quanto riguarda gli strumenti a disposizione per la gestione dello stato di difficoltà, di crisi o di insolvenza dell'impresa ma modificando marcatamente la filosofia alla base del sistema.

Si è passati da un sistema legislativo a carattere punitivo che disciplinava principalmente il fallimento e la liquidazione dell'impresa, senza avere riguardo alcuno al suo valore, ad un sistema che prende in considerazione diverse soluzioni in relazione alla gravità della situazione dell'impresa, con l'obiettivo di preservarne il valore e tutelare maggiormente gli interessi degli stakeholders.

Per le aziende tale riforma ha ampliato gli strumenti a disposizione che risultano graduati in relazione alla gravità della crisi che l'impresa si trova ad affrontare.

Possiamo, poi, affermare senza alcun zelo che avviare una nuova attività imprenditoriale, farne crescere una già esistente, ricapitalizzare e rendere sempre più solide patrimonialmente le aziende, perché queste possano svilupparsi e sopravvivere in un'economia attuale, caratterizzata sempre più da un crescente tasso di pressione competitiva sia a livello industriale sia a livello finanziario, risulta un'esigenza sempre più sentita e frequente per la nostra società, in continuo sviluppo anche sotto il profilo degli strumenti finanziari a disposizione del mondo produttivo.

Ci sono, quindi, nella vita di un'impresa stadi che possono generare il cd. "equity gap", si tratta di situazioni in cui la crescita del volume di affari e del fabbisogno di investimenti supera la volontà o la capacità di impiego degli azionisti.

E' in questi casi che, l'impresa, per mantenere una condizione di equilibrio e una corretta capitalizzazione può approcciarsi al capitale di rischio per ampliare la compagine societaria attraverso l'ingresso di un investitore professionale.

Proprio per questo l'operatore di private equity consente di migliorare la dotazione di capitali dell'impresa attraverso l'apporto di nuove risorse finanziarie e di mantenere condizioni di indipendenza strategica e gestionale, ma allo stesso tempo apporta anche competenze manageriali che, unite alle capacità e alla determinazione dell'imprenditore/azienda, rendono la gestione dell'impresa a più alto potenziale di successo. Non è sufficiente conferire denaro, magari facendo uso della leva finanziaria,

più o meno spinta, per poter generare risultati e dare valore alle imprese; ma risulta necessario un contributo in termini di capacità e competenze spesso rappresentative di una cultura manageriale più sviluppata indispensabile, soprattutto alle piccole e medio - piccole aziende italiane; si tratta di visione strategica, di relazioni internazionali, di orientamento alla pianificazione, di capacità negoziali, di conoscenza del business o di business fortemente complementari attraverso i quali costruire sinergie, di valutazioni tecniche e tecnologiche.

In questo senso il private equity in Italia, come in Europa, si caratterizza sempre più per una sua importante capacità di sostenere lo sviluppo delle imprese che hanno già una storia ma vogliono crescere e/o imprese più grandi che vogliono riorganizzarsi per dare ai rami dell'azienda che le compongono nuove risorse, finanziarie e manageriali, per perseguire l'internazionalizzazione, l'innovazione, il recupero di capacità competitiva o, più semplicemente l'iniezione di maggiore cultura manageriale nei sistemi decisionali e di governo strategico dell'azienda.

Il private equity non è solo finanza. E' anche cultura di gestione dell'impresa.

Come già descritto in precedenza, generalmente, un'impresa è quasi sempre rappresentata da un andamento ciclico che vede l'alternanza di successi e insuccessi.

L'efficienza, la posizione concorrenziale, la redditività, la capacità di generare flussi finanziari, di generare nuovo valore, anche quando sono raggiunti in maniera univoca devono essere continuamente controllati e confermati; di fatti può accadere che tali condizioni nell'arco di pochi anni e anche di tempi ancora più brevi possano subire delle modifiche causate da eventi sia esterni che interni.

Da una parte, l'aumento della competitività a livello globale e dall'altra l'inefficienza di alcuni imprenditori di adeguarsi tempestivamente ai cambiamenti del mercato, rappresentano due elementi che potrebbero portare un'azienda al declino, che successivamente potrebbe tradursi in una profonda crisi. Da quanto detto nasce la continua necessità di ristrutturazione dell'impresa.

È inopinabile, ad oggi, credere di poter attuare processi di turnaround senza considerare i continui e repentini cambiamenti dell'ambiente esterno. Settori maturi, concorrenza agguerrita, calo della domanda, globalizzazione sono esempi di fattori esterni con cui un'impresa deve confrontarsi quotidianamente. Saper cogliere le nuove sfide della competizione richiede al management capacità strategiche in parte diverse. Guidare l'impresa fuori dalla crisi o risollevarla da una fase di declino è oggi sicuramente assai più arduo che in passato.

In un simile quadro è necessario porre grande attenzione a cogliere per tempo tutti i sintomi che preannunciano il declino, per evitare che si trasformi in una crisi.

L'impresa custodisce un insieme di beni immateriali, che vengono messi a repentaglio nel momento in cui si attraversano fasi di incertezza o di crisi. L'ingresso di nuovi soci finanziari professionali, quali

sono i fondi di turnaround, garantisce l'apporto di capitali freschi ma soprattutto di competenze manageriali specializzate nella gestione di tali situazioni. La liquidazione delle imprese è spesso pensata come realizzo di beni materiali. Oggi tale componente ha un peso marginale, mentre peso crescente assumono i beni immateriali, legati in buona parte al know how di manager e dipendenti, alla reputazione dell'impresa e dei suoi prodotti.

Le normali procedure giudiziarie in ben pochi casi riescono nell'intento di salvaguardare i valori dell'impresa ed in particolare quelli immateriali, anzi, spesso sono la premessa alla loro parziale o totale distruzione.

In un quadro simile l'attenzione dovrebbe essere concentrata a cogliere per tempo i sintomi premonitori del declino, evitando che esso si trasformi in crisi e a ricercare tempestivamente le vie del turnaround.

La distruzione di valore è uno dei primi indicatori sostanziali di squilibrio, e il superamento di determinate soglie dimensionali si tramutano in veri e propri periodi di "distressed". Monitorare il valore dell'azienda, attraverso adeguati strumenti tecno-economico-finanziari, diviene un imperativo categorico.

## *Introduzione*

Il lavoro svolto, come si evince dal titolo, ha voluto porre l'attenzione sul ruolo ed il rapporto tra le banche d'affari e le imprese affette da crisi, prevalentemente nell'esperienza italiana nell'ambito del Real Estate. Non ci si poteva, dunque, esimere dal tentativo di dare, in primo luogo, una definizione al concetto di crisi d'impresa. Tentativo che è stato esperito nel primo capitolo del lavoro svolto, nell'ambito del quale si è voluto sottolineare l'etimologia del termine "crisi", il carattere di poliedricità, e le varie tipologie di crisi d'impresa.

Inoltre, si è indagato il processo di formazione della crisi d'impresa, le relative tappe, nonché le vie alternative che conducono a scongiurare un pericolo di siffatta natura, riconosciute quali cause primogenite capaci di innescare un circuito vizioso arduo da interrompere in assenza di interventi riparatori.

Il primo capitolo si chiude con l'esame della struttura finanziaria delle imprese sulla quale si producono, in ultima istanza, gli effetti deflagranti di un'insana e imprudente gestione, a tal punto da dover richiedere un intervento di ristrutturazione finanziaria.

A seguito di tale capitolo, viene sviluppato, nell'Appendice A, una due diligence contabile su di un'azienda in crisi operante nel settore del Real Estate, il Gruppo Risanamento. Sono state quindi applicati i metodi di previsione d'insolvenza, l'analisi di bilancio e dei flussi descritte nel capitolo 1, in modo tale da evidenziare le conseguenze, dal punto di vista patrimoniale e finanziario, connesse a politiche finanziarie inadeguate e a sistemi di controllo e gestione carenti.

Nella seconda parte si indagano le principali cause del declino e delle crisi e si prendono in esame le fasi fondamentali di un processo di *turnaround*, che consento all'impresa coinvolta in una situazione negativa e di difficoltà, di tornare alla normalità e nella fase successiva alla creazione di nuovo valore.

Il terzo capitolo mette in evidenza quelli che sono stati definiti gli "strumenti" adottati dalle merchant banks nell'ambito dei processi di risanamento. E' emersa la tendenza, da parte delle banche d'affari, in qualità di advisor, di delegare a studi professionali la redazione e l'attivazione del piano industriale, laddove questo fosse necessario, per predisporre direttamente il piano di ristrutturazione finanziaria facendo perno sulle proprie competenze distintive.

Si è sottolineato inoltre il ruolo decisivo che le banche d'affari rivestono nel mediare e ricomporre gli interessi delle parti coinvolte nel processo risanatorio facendo leva, in quest'ultimo caso sul network relazionale all'interno del quale la merchant bank vive ed opera. Nell'ordine si è parlato in particolare di: ristrutturazione del debito e degli interventi in cui questo si articola; ricorso a nuove risorse

finanziarie e partecipazione al capitale di rischio dell'impresa risananda; operazioni di asset restructuring ed infine di operazioni di finanza straordinaria, quali fusioni ed acquisizioni (M&A).

Infine si sono esaminate le modalità di gestione/"smobilizzo" del rapporto tra le merchant bank e il rimborso dei prestiti obbligazionari e di disinvestimento delle partecipazioni, alla luce degli strumenti attualmente presenti nel nostro paese. Si è sottolineato che la breve durata dei singoli investimenti effettuati dalle merchant banks, comporta un elevato turnover nell'ambito del portafoglio partecipazioni, contribuendo in misura significativa al miglioramento del rendimento complessivo delle singole operazioni, e di conseguenza, del risultato economico espresso dalla gestione caratteristica della loro attività, tenendo presente che tale obiettivo è subordinato al verificarsi di due condizioni: la realizzazione di *capital gains* e la certezza della dismissione del pacchetto azionario precedentemente acquisito e relativo smobilizzo delle partecipazioni.

L'attenzione posta tra banche d'affari ed imprese in crisi non è casuale. Il case study portato come esempio aziendale, mostra come il ruolo delle banche assuma un ruolo di primaria importanza in situazioni di dissesto finanziario.

Il caso in esame, il Gruppo Risanamento, ben si adatta allo studio della crisi, delle cause, della ristrutturazione finanziaria e del rilancio esperite nella parte teorica. In tal caso il ruolo delle banche ha assunto vari ruoli: da advisor, per il piano di risanamento, a private equiter (grazie al prestito obbligazionario convertendo che le permetterà di avere il controllo della Holding).

Lo studio della Holding immobiliare parte da una due diligence, sviluppata nell'Appendice A, per poi analizzare il piano industriale e finanziario posto in essere per salvaguardare il gruppo. Particolare attenzione è posta sulla ristrutturazione finanziaria, dove vengono sviluppati Stati Patrimoniali e Conti Economici prospettici per il periodo 2009-2014.

Infine gli ultimi paragrafi tentano di dare una prospettiva scenarista nel caso in cui la Holding si trasformasse in una "Società d'investimento immobiliare quotata", una SIIQ appunto, analizzando i possibili vantaggi fiscali che lo strumento da poco costituito offre alle società immobiliari.

## **Capitolo 1**    *Definizioni e cause della crisi d'impresa*

### **1.1**    **Concetto di Crisi**

« Nell'aspetto più propriamente aziendale, la crisi è una manifestazione di tipo patologico che può svilupparsi su più stadi »<sup>1</sup>.

I fenomeni di declino e di crisi nella vita di tutte le imprese sono di solito preceduti dai sintomi premonitori che possono essere detti di *decadenza*, prevalentemente di tipo qualitativo e di *squilibrio*, invece in prevalenza di tipo quantitativo e quindi alle volte misurabili.

I primi segnali si hanno in seguito alla manifestazione di fenomeni di squilibrio e inefficienza che possono avere natura ed origine molto diverse. Una crisi affrontata al primo stadio, quando non ha ancora generato perdite, è più facilmente rimediabile. La difficoltà in proposito è rappresentata per di più dall'individuazione delle cause della crisi e la predisposizione in tempi adeguati delle opportune contromisure per evitare di compromettere l'economicità stessa dell'azienda.

Quando e nel momento in cui si presentano, le perdite erodono gradualmente, e con varia velocità le risorse aziendali. Si ha un processo di erosione le cui manifestazioni formali sono l'assorbimento delle risorse del bilancio o di quote del capitale e le cui manifestazioni sostanziali sono l'erosione della liquidità, l'appesantimento dei debiti, l'impossibilità di distribuire dividendi, la riduzione delle risorse destinate a funzioni essenziali, quali R&S , marketing, formazione, comunicazione. L'arresto della crisi in questo secondo stadio è sicuramente più difficile. Al di là di un certo limite, la crisi si manifesta nell'insolvenza, che ne è la manifestazione evidente. A questo punto essa cessa di essere solo un fatto interno dell'azienda e genera una serie di effetti palesi che vanno dalla incapacità a fronteggiare le scadenze, alla perdita di fiducia e di credito, dallo sfaldamento della struttura organizzativa, alla perdita progressiva della clientela. Tutto il sistema aziendale ne viene profondamente sconvolto, a tal punto che qualsiasi intervento riparatore appare problematico e con probabilità di successo assai ridotte. In ogni caso sono necessari interventi profondi che investano innanzitutto la struttura del capitale e del management.

All'insolvenza può seguire il dissesto, che è una condizione permanente di squilibrio patrimoniale, il cui rimedio è impossibile senza interventi dei creditori che acconsentano a tagli delle loro esposizioni. La storia dei dissesti aziendali è spesso contrassegnata da tardivi riconoscimenti dei sintomi di crisi,

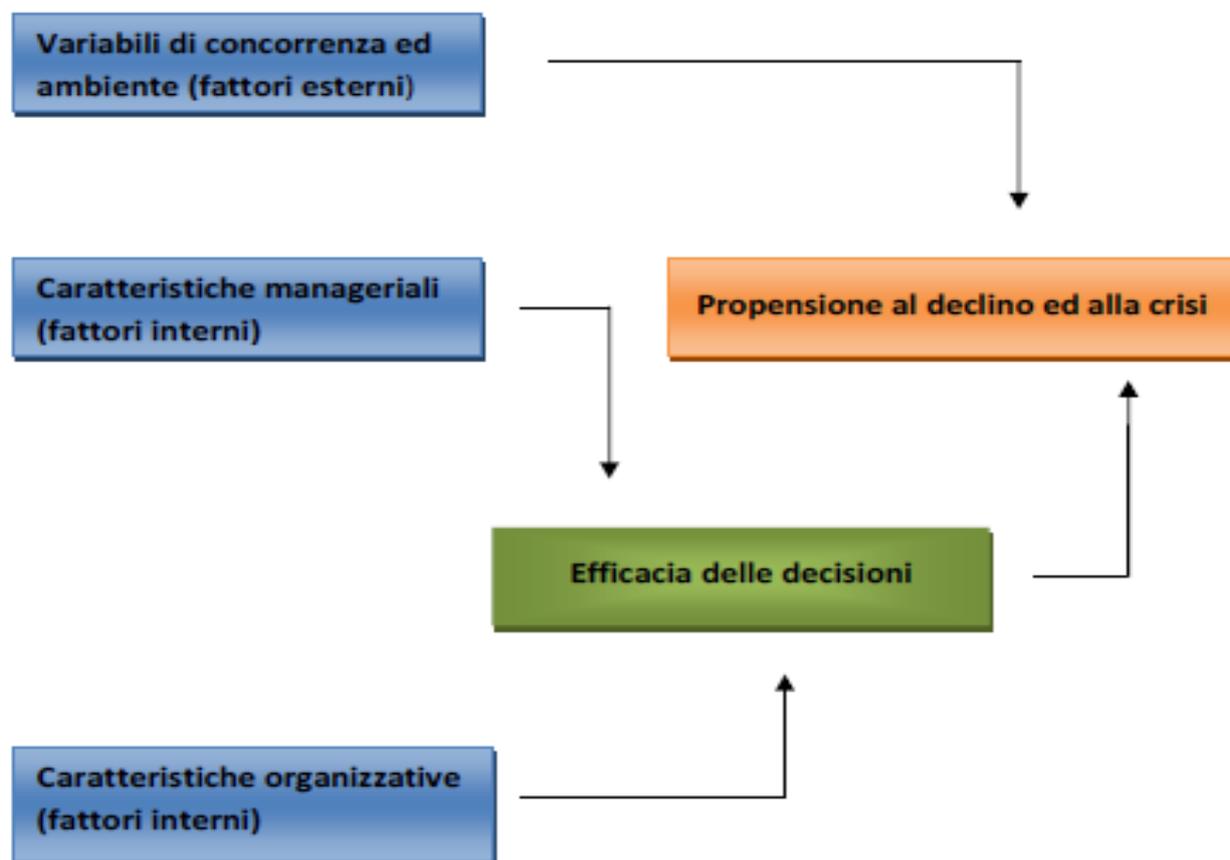
---

<sup>1</sup> Guatri L., *Crisi e risanamento delle imprese*, 1995

dall'illusione che spinge ad escludere lo stato di crisi o a minimizzarne la portata, dal timore di apportare misure idonee perché inevitabilmente dolorose.

In tali contesti si tende a comunicare all'esterno una situazione economico finanziaria e patrimoniale alterata<sup>10</sup> modificando alcune poste di bilancio e nascondendo la situazione reale in cui versa l'azienda. L'effetto finale di tali comportamenti è che il processo di disfacimento e di depauperamento diventa via via più grave e va ad interessare le riserve finanziarie accumulate, fino al limite dell'irreversibilità.

Tutti questi fenomeni di declino e crisi investono molto spesso interi settori di attività (settore industriale, commerciale, bancario, assicurativo, dei servizi, ecc) e si possono ampliare fino ad investire interi Paesi, ci sono infatti delle relazioni molto strette tra il declino e la crisi di vasti aggregati, quindi a livello macro-economico, come Paesi e settori, e analoghi fenomeni a livello microeconomico, altre volte però questi ultimi possono avere un'origine indipendente dai primi. Si hanno anche situazioni in cui i due fenomeni si mescolano in maniera tale che non possono essere scissi. Ecco che spesso si parla di decadenza e di crisi generate esternamente e decadenze e crisi generate internamente.



Fonte: GUATRI L. " Turnaround, Declino, crisi e ritorno al volere" EGEA, Milano, 1995.

## 1.2 Le cause della crisi

Decadenza e squilibrio sono visti, alle volte, nel loro insieme come motivi di propensione al declino e alla crisi. Secondo un noto modello elaborato da Slatter<sup>2</sup>, tale propensione è legata a tre principali fattori :

- 1) le caratteristiche della concorrenza e dell'ambiente (fattori di tipo macro-economico e settoriale);
- 2) le caratteristiche manageriali dell'impresa (fattori interni);
- 3) caratteristiche organizzative dell'impresa (fattori interni).

In alternativa, anche se il significato non si discosta di molto dal precedente modello, la propensione al declino e alla crisi può essere considerata legata a.

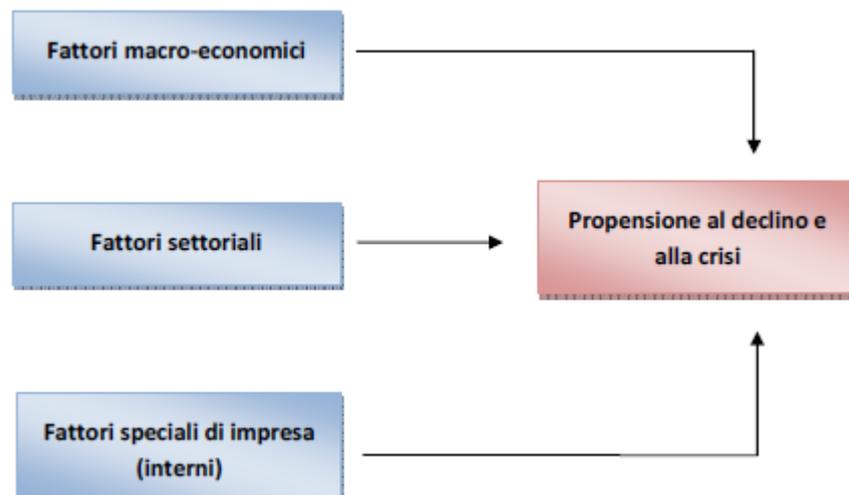
- 1) fattori macro-economici di Paese;
- 2) fattori settoriali;
- 3) fattori specifici delle imprese.

La figura, qui di seguito, schematizza le tre classi di fattori determinanti della propensione al declino ed alla crisi d'impresa.

Secondo una ricerca svolta negli USA, il declino sarebbe imputabile in una media di 4 casi su 5 a cause di tipo interno e ad un caso su 5 a cause esterne (la terza causa citata " equilibrio tra fattori interni ed esterni è stata convenzionalmente divisa tra cause interne ed esterne). Si può quindi asserire con una certa sicurezza che esiste una netta prevalenza delle cause interne nel provocare il declino delle imprese, anche se negli ultimi decenni a partire dagli anni '70 i fenomeni esterni, nella forma di fenomeni macro-economici, politici e sociali, hanno accentuato il loro peso in tutto il mondo.

---

<sup>2</sup> Il modello è riprodotto con alcuni adattamenti , poiché l'autore non distingue chiaramente il declino dalla crisi.



Fonte: GUATRI L. " *Turnaround, Declino, crisi e ritorno al volere*" EGEA, Milano, 1995.

Lo studio delle cause delle crisi aziendali può essere condotto seguendo due approcci metodologici distinti. Il primo individua cause di natura soggettiva, cioè riconducibili al fattore umano, quale maggiore protagonista del successo o insuccesso di una realtà imprenditoriale. In primis viene messo sotto accusa il management, dalla cui scarsa capacità quasi sempre dipende in larga parte il cattivo andamento dell'azienda. In secondo luogo le critiche vengono indirizzate nei confronti degli azionisti, dalle cui politiche la crisi talvolta trae origine e alimento<sup>3</sup>. Altre critiche possono essere rivolte ai finanziatori (come l'eccessiva fiducia concessa da parte delle banche) e agli addetti a svolgere determinate funzioni all'interno del sistema aziendale (produzione organizzazione, vendita) in relazione a inefficienze accertate. Questo tipo di approccio al problema non si rivela però il più significativo ed adatto a descrivere la complessa realtà aziendale. La crisi può dipendere da fenomeni e da forze che sfuggono al dominio del sistema umano dell'azienda.

---

<sup>3</sup> Si pensi ad esempio alla scarsa disponibilità a conferire mezzi propri, ad eccessive distribuzioni di dividendi, all'errata scelta del management.

### 1.2.1 Crisi da inefficienza

La crisi da inefficienza si verifica quando l'attività aziendale non ha rendimenti in linea con quelli dei concorrenti e opera, sinteticamente, con costi più elevati. L'inefficienza non è assoluta ma deve essere analizzata in relazione ai principali concorrenti e questo può rappresentare un limite per la conduzione di un'analisi approfondita in quanto non sempre sono disponibili tutti i dati necessari per un confronto dettagliato sulle performance. Possono pertanto sfuggire lievi carenze di efficienza ma anche semplici analisi basate sui bilanci di esercizio possono consentire l'emersione di scostamenti significativi.

L'inefficienza si può verificare in tutte le aree aziendali anche se è più facilmente verificabile in ordine all'attività di produzione del bene o servizio e il suo accertamento può basarsi sul confronto dei costi di produzione o sull'analisi degli indici di inefficienza. L'individuazione di una situazione di inefficienza può partire, come detto, dall'analisi di bilanci d'esercizio dei principali concorrenti volta ad individuare la loro struttura dei costi e alcuni indici quali, ad esempio: valore della produzione per dipendente, ROI, ROE.

### 1.2.2 Crisi da rigidità

La crisi da rigidità si manifesta quando l'azienda produce in misura superiore rispetto alla domanda proveniente dal mercato. Può originare da differenti situazioni:

- Sovracapacità del settore in cui opera l'impresa per effetto di mutate preferenze dei consumatori, importatori competitivi ecc. In questa situazione la singola impresa può entrare in crisi per l'incapacità di adeguare il proprio assetto produttivo alle mutate condizioni della domanda. In particolare le aziende forti potranno mantenere i livelli di produzione sottraendo quote di mercato ai concorrenti più deboli, mentre le aziende più flessibili potranno ridurre la capacità produttiva o destinare l'eccesso ad altri mercati;
- Sovracapacità della singola azienda dovuta alla perdita di quote di mercato e alla mancata crescita dei ricavi a fronte di investimenti consistenti. In questo caso l'unica possibilità per evitare la crisi è il repentino adeguamento della struttura produttiva con conseguente riduzione dei costi.

### **1.2.3 Crisi da decadimento del prodotto**

La crisi da decadimento del prodotto si verifica quando la produzione dell'azienda non incontra più favori del pubblico, attratto da prodotti sostitutivi o da produzioni di nuovi entranti, che rispondono meglio alle esigenze di consumo e/o di status symbol.

### **1.2.4 Crisi da squilibrio finanziario**

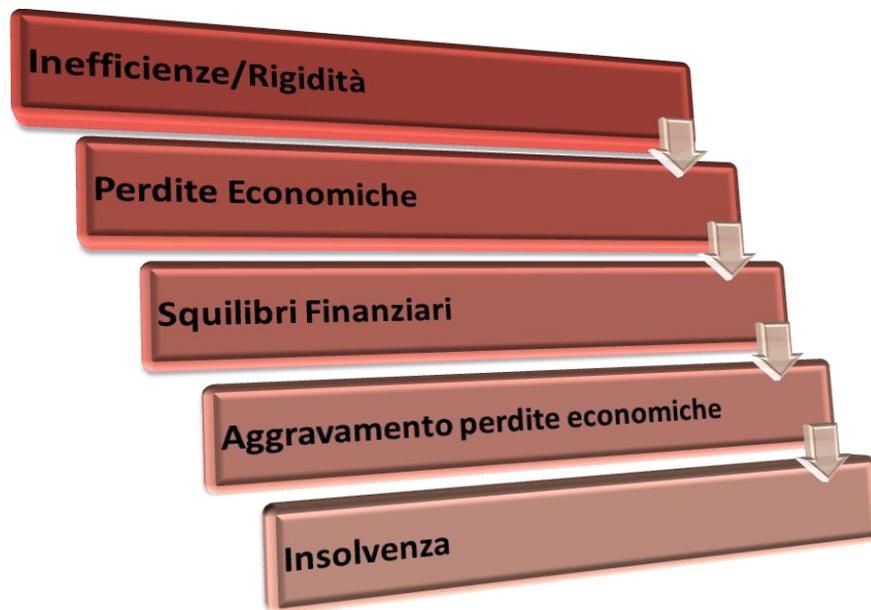
La crisi da squilibrio finanziario è una tipologia di crisi che esplose nelle situazioni di congiuntura negativa, per la concomitanza che viene a crearsi tra fattori che danno luogo ad un effetto negativo sul capitale circolante dell'azienda.

Spesso nelle aziende italiane parte delle attività immobilizzate sono finanziate con debite onerose a breve termine, determinando un livello di indebitamento troppo elevato e spostato sul breve termine e il livello di patrimonializzazione è troppo contenuto rispetto al capitale di terzi, per la difficoltà di accedere a fonti alternative di finanziamento. In tale situazione il capitale circolante diviene negativo e soprattutto viene a prevalere nell'indebitamento quelli di tipo bancario a breve termine.

Una struttura finanziaria troppo sbilanciata verso il debito a breve può aggravare le difficoltà delle imprese. Il rischio di richiesta di rientri fidi, derivante da atteggiamenti più conservatori o più prudenti delle banche o imposti dai parametri di Basilea II, debbono suggerire all'imprenditore o manager di porre in atto, prima che la situazione si deteriori irrimediabilmente, politiche di ristrutturazione e turnaround finanziario ed economico, evitando che la situazione degeneri. La crisi si manifesta dal punto di vista economico per effetto degli elevati oneri finanziari provocati dal pesante indebitamento e dall'elevato costo del capitale preso a prestito.

Lo squilibrio finanziario è spesso il sintomo ma non la malattia, non si tratta della causa ma, nella generalità dei casi, di un effetto di altre situazioni di crisi che amplifica e aggrava l'andamento negativo complessivo dell'impresa.

L'andamento della crisi che si verifica maggiormente di frequente è il seguente.



### 1.2.5 Crisi da carenza di programmazione e innovazione

La crisi da carenza di programmazione e innovazione si verifica quando l'impresa non è in grado di adattarsi ai mutamenti ambientali e non è in condizione di innovare il proprio modello di fare impresa per distinguersi dai concorrenti e aggredire nuovi mercati.

### 1.3 Gli stadi della crisi aziendale

La crisi è uno stato patologico che si può manifestare in più stadi che necessitano di differenti risposte.



La risposta dell'impresa alla crisi è evidentemente diversa in relazione allo stadio in cui si affronta.

**Squilibri e inefficienze.** Condizione essenziale per l'esistenza dell'azienda è il raggiungimento e mantenimento di una situazione di equilibrio generale risultante dall'esistenza di equilibri particolari.

- *Equilibrio economico* capacità dell'azienda di ottenere dalla vendita di beni e servizi un volume di ricavi sufficiente alla copertura dei costi, variabili e fissi e alla remunerazione di tutti i fattori della produzione. L'indicatore di sintesi dell'equilibrio economico è il reddito operativo netto che la capacità degli investimenti di produrre reddito dalla gestione tipica. D'altronde, altri tipi di ricavi, quali quelli provenienti dalla gestione finanziaria o dalla gestione straordinaria, nulla dicono sulla capacità dell'impresa di produrre reddito per mezzo della propria attività;
- *Equilibrio finanziario* rappresenta la capacità dell'azienda di soddisfare, con i flussi finanziari in entrata, le occorrenze finanziarie ed eseguire regolarmente i pagamenti. L'indagine per stabilire tale equilibrio può essere così riepilogata:
  - 1) individuazione del fabbisogno (durevole o variabile);
  - 2) comprensione della dinamica finanziaria (andamento dei fabbisogni);
  - 3) ricerca della copertura con l'acquisizione di risorse esterne;

L'aspetto fondamentale è rappresentato dalla capacità dell'azienda di reperire mezzi finanziari idonei sia per quantità che per qualità, al fabbisogno generato dalla gestione, a condizioni di onerosità compatibili con l'equilibrio economico, evitando eccedenze impiegate e assicurando la continua disponibilità per l'estinzioni delle scadenze debitorie;

- *Equilibrio patrimoniale* : indica la stabile prevalenza delle attività rispetto al totale delle passività ed è strettamente dipendente dall'equilibrio della struttura finanziaria a sua derivante dall'innesto del circuito finanziario con quella della produzione.

Affrontare una crisi nel momento in cui sorgono squilibri che non hanno ancora generato perdite economiche è certamente l'ideale anche se è obiettivamente difficile riconoscere una situazione di crisi quando non ha ancora manifestato tutti i sintomi. In questa fase non sono ancora state erose le risorse aziendali e riconoscendo per tempo l'esistenza di uno squilibrio in atto o potenziale si ha il tempo di porvi rimedio senza che gli effetti diventino palesi ai creditori e agli investitori.

### **Perdite Economiche**

In questa fase gli effetti della crisi si manifestano generando perdite economiche che erodono le risorse aziendali, diminuendo la capacità di investimento e riflettendo in un secondo momento sulla struttura e sull'equilibrio patrimoniale e finanziario dell'impresa. Le perdite economiche rendono inoltre palese la situazione di crisi all'esterno e possono comportare difficoltà nei rapporti con i creditori, finanziatori e investitori.

Fronteggiare la crisi in questo stadio è sicuramente arduo ma le difficoltà dipendono dalle caratteristiche della perdita.

La perdita deve, infatti, essere analizzata al fine di valutare i rimedi più opportuni e la tipologia di mezzi finanziari da immettere nell'impresa.

La perdita può essere esaminata in relazione ai seguenti aspetti.

- *Intensità*: si tratta di un primo indice della possibilità di recupero dell'impresa. Nel caso di perdite molto rilevanti in proporzione ai ricavi e non generate da eventi straordinari è estremamente difficile ipotizzare il recupero della redditività o comunque si rileveranno necessari interventi di ristrutturazione e riconfigurazione dell'impresa;
- *Persistenza e tendenza*: la perdita di un singolo esercizio può non essere rilevante, mentre risulta preoccupante la ripetizione e la tendenza crescente;
- *Struttura*: è importante verificare a che livello sia generata la perdita. In particolare un risultato positivo prima dei ammortamenti, oneri finanziari e componenti straordinari e quindi a livello di margine operativo lordo può fare ipotizzare possibilità di recupero dal momento che la

gestione caratteristica e operativa dell'impresa è ancora in grado di generare redditività e le perdite dipendono essenzialmente da.

- ✓ Ammortamenti e quindi spese già sopportate dalla gestione aziendale;
- ✓ Oneri finanziari dipendenti da scelte in materia di struttura patrimoniale e finanziaria;
- ✓ Eventi straordinari e come tali non destinati a ripetersi;

Viceversa, un'impresa in perdita già a livello di MOL ha ridotte capacità di recupero se non attraverso rilevanti interventi di ristrutturazione operativa;

- *Effetti contabili*: l'analisi della perdita deve prescindere dalle eventuali politiche di bilancio che, spesso in momenti di crisi, tendono ad essere utilizzate in misura superiore al normale, allo scopo di mascherare la situazione negativa in atto;
- *Conseguenze finanziarie*: le perdite che sono al di sotto della capacità di autofinanziamento dell'impresa non destano particolari problemi in quanto non comportano immediate emorragie finanziarie. Nella maggior parte dei casi però le perdite comportano flussi di cassa negativi senza considerare, che spesso, l'uscita da una situazione di crisi comporta l'assoluta necessità di non interrompere gli investimenti.

In presenza di perdite, la priorità nella gestione della crisi è rappresentata da una rapida azione di loro contenimento e riduzione e quindi in un comportamento volto, sia ridurre i costi di gestione, sia ad aumentare i ricavi con maggior margine, prima che gli effetti siano tali da fare precipitare la situazione verso l'insolvenza e il dissesto.

### **Insolvenza e Dissesto**

Quando le perdite economiche assumono una rilevanza tale da impedire all'impresa di fronteggiare i propri impegni, la crisi degenera nell'insolvenza. In questa situazione l'impresa può avere difficoltà a porre in essere condotte riparatorie senza il coinvolgimento di creditori e finanziatori e molto spesso l'uscita dalla crisi comporta l'investimento di risorse economiche e la necessità di pesanti interventi di ristrutturazione.

L'insolvenza può essere esaminata dal punto di vista finanziario e quindi consistere nell'incapacità di onorare gli impegni assunti; oppure da punto di vista patrimoniale e quindi nella valutazione della capienza dell'attivo rispetto al passivo.

All'insolvenza può seguire il dissesto che è una condizione permanente di squilibrio patrimoniale. Anche in questa situazione sono possibili interventi volti al recupero e al salvataggio di progetti imprenditoriali ancora validi, ma si tratta di operazioni il più delle volte non attuabili se non nell'ambito di procedure concorsuali, spesso traumatiche.

#### **1.4 Diagnosi, segnali, sistemi di prevenzione e allerta della crisi d'impresa**

La differenza tra PMI ed una vera e propria Holding risiede, dal punto di vista manageriale, nei comportamenti che l'imprenditore, di una piccola azienda, pone in essere in situazioni di insolvenza/crisi. La tradizione imprenditoriale italiana è storicamente orientata al rinvio dell'emersione dello stato di crisi e gli imprenditori tendono conseguentemente a non ammetterlo.

Il primo atteggiamento degli imprenditori consiste quindi nella ricerca di soluzioni che consentano la prosecuzione della gestione ordinaria con l'obiettivo di risolvere autonomamente la situazione che viene ritenuta (dagli stessi interessati) transitoria.

Solo in un secondo momento e quando la situazione si è, nel frattempo aggravata spesso in modo irreparabile, sorge la necessità di ricorrere a specialisti con le occorrenti competenze specifiche.

La crisi d'impresa è un fenomeno patologico che colpisce l'azienda con gravi conseguenze sia per i soggetti interessati, sia per l'intero sistema socio-economico.

La fase iniziale generalmente è di lieve entità e non desta nell'imprenditore particolari avvisi di pericolo; progressivamente però si manifestano sintomi sempre più gravi che possono portare al progressivo deterioramento dell'impresa. Solo attraverso interventi tempestivi ed efficaci è possibile talvolta arginare il fenomeno e riportare l'impresa alla normale condizione economica.

I sintomi che consentono l'individuazione dello stato critico possono essere determinati da uno studio diagnostico applicato caso per caso, che evidenzia le alterazioni delle condizioni fisiologiche.

Ogni fenomeno patologico presenta caratteri di originalità tali da renderlo unico, benché segua un processo che lo accomuna alle altre dinamiche involutive che possono essere così articolate.



La sequenza non ha solo carattere temporale, ma fornisce anche una rappresentazione della progressiva complessità del fenomeno in quanto ogni stadio rappresenta una pericolosità crescente.

La prima fase, il disordine, riassume le disfunzioni che costituiscono le cause scatenanti dell'involuzione del sistema aziendale ed è caratterizzata dagli errori sia di struttura che di dinamica interna in relazione ad una delle cause, interne o esterne. La seconda fase, il deterioramento reddituale, costituisce l'evoluzione logica della fase di disordine che inizia ad intaccare e corrodere i risultati di gestione e determina il passaggio da crisi latente a crisi manifesta. Inizia così lo squilibrio tra costi e ricavi e la perdita di capacità reddituale prospettica.

La terza fase, il deterioramento finanziario è la logica e inevitabile conseguenza dello squilibrio economico e comporta la necessità di ripianare il deficit finanziario. Tale occorrenza viene solitamente fronteggiata con il ricorso all'indebitamento, soluzione che crea un illusorio sollievo, ma in realtà aggrava la situazione, in quanto il maggior peso degli interessi si somma alla sproporzione generata dal deterioramento reddituale.

Si perviene così alla quarta fase, il deterioramento patrimoniale, che acuisce le perdite economiche e gli squilibri finanziari, compromette la struttura del capitale, sino alla fase terminale rappresentata dallo stato di insolvenza che rappresenta la fase ultima del processo.

### 1.4.1 Le tecniche di accertamento

Per l'accertamento delle condizioni di operatività prima e di crisi in seguito dell'impresa vengono utilizzati strumenti tecnici a supporto dell'indagine dell'analista che avrà l'onere di individuare quelli più idonei per le esigenze dell'azienda. Tali strumenti devono possedere tre parametri fondamentali.

- *L'attendibilità;*
- *La tempestività;*
- *La sostenibilità;*

Gli strumenti per l'accertamento dello stato di crisi possono essere molteplici e il sistema informativo che essi configurano deve possedere necessariamente una serie di requisiti tra cui<sup>4</sup>:

- ✓ *Elevata integrazione delle fonti e dei dati informativi*, per cogliere le interdipendenze dei fenomeni gestionali e possibili concause di patologie, con possibilità di sintesi informative rivelatrici degli effetti cumulativi di tali correlazioni ;
- ✓ *Flessibilità*, per operare con metodi di simulazione volti a testare determinate ipotesi interpretative e determinati indizi;
- ✓ *Elevata articolazione*, molteplici possibilità di analisi di diverse segmentazioni gestionali e organizzative dell'azienda, specie se questa si presenta con una notevole complessità strutturale;
- ✓ *Tempestività*, necessaria per disporre di informazioni aggiornate in presenza di provvedimenti spesso urgenti da avviare per l'immediato salvataggio dell'impresa;
- ✓ *Profondità di orientamento temporale*, sia verso il passato che verso il futuro, per sviluppare più penetranti analisi di trend,
- ✓ *Multidimensionalità*, intesa come varietà di aspetti e contenuti informativi di tipo qualitativo oltre che quantitativo in quanto i segnali di crisi più efficace sono spesso non rappresentabili da grandezze misurabili;

Le tecniche di accertamento più significative, utilizzate dagli analisti per formulare previsioni, sono. tecniche soggettive, tecniche miste e tecniche oggettive.

---

<sup>4</sup> P.Bastia, Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali, Giappichelli, Torino, 1996, pagg. 137-190

### 1.4.2 Le analisi di bilancio

Rientrano nella categoria delle metodologie miste in quanto rappresentano la risultanza tra l'elaborazione formale dei dati e l'interpretazione dei valori conseguiti, limitando il contributo personale dell'analista all'interpretazione dei risultati.

Le due principali tecniche adottate sono l'analisi per indici e l'analisi per flussi.

Il primo tipo di analisi permette, attraverso il calcolo e l'interpretazione di alcuni indicatori contabili, tutti presenti nel bilancio d'esercizio e nella nota integrativa, di pervenire ad un giudizio sulla gestione nei suoi aspetti fondamentali: economico-finanziario e patrimoniale.

L'analisi per flussi, invece, prende in esame prevalentemente la dinamica degli impieghi e delle fonti di finanziamento allo scopo di valutare la continuità delle risorse finanziarie occorrenti per fronteggiare lo sfasamento temporale tra il ciclo economico e quello finanziario.

Dalla lettura di un bilancio d'esercizio e dei suoi documenti collegati è possibile trarre una serie di importanti indicazioni che permettono all'analista non solo di capire le ragioni che hanno determinato un specifico risultato d'esercizio, ma anche di formulare delle efficaci e attendibili previsioni sull'evoluzione delle future gestioni.

Tutto ciò a patto che il bilancio rispecchi fedelmente la realtà aziendale e non sia stato "manipolato" allo scopo di celare l'effettiva realtà aziendale ai terzi e talvolta all'interno della stessa azienda.

Non si parla di un vero e proprio falso in bilancio, ma di tutte quelle politiche poste in essere allo scopo di non fornire a terzi, soprattutto banche e creditori, una rappresentazione troppo pessimistica dell'azienda in questione. Alcuni esempi possono riguardare, la carenza di accantonamenti per rischi e oneri diversi, anche futuri, alla valutazione ottimistica delle merci presenti in magazzino, all'iscrizione di ammortamenti che artificialmente prolungano la vita utile del cespite, alla capitalizzazione di costi anche quando questi non hanno vera natura pluriennale.

Eventuali scelte di "contabilità creativa" spesso determinano solo l'insorgere di crisi più gravi del futuro.

### 1.4.3 Analisi per flussi

L'analisi deve essere condotta con riferimento ad una risorsa finanziaria definita.

Le principali risorse che vengono assunte alla base dell'analisi, ad esempio, sono:

- ✓ *Liquidità immediate*, ossia le disponibilità monetarie prontamente liquidabili presenti in azienda o presso istituti di credito;
- ✓ *Liquidità immediate e differite*, vale a dire la somma tra la liquidità immediatamente disponibile presso l'azienda e gli istituti di credito e altre attività numerarie a breve termine;
- ✓ *Liquidità nette*, date dalla differenza tra le liquidità differite e immediate e le passività a breve scadenza;
- ✓ *Capitale circolante lordo*, somma delle liquidità immediate, delle liquidità differite e delle scorte;
- ✓ *Capitale circolante netto*, ottenuto dalla differenza tra attività e passività correnti;

la tecnica dei flussi evidenzia i movimenti in entrata e in uscita chiarendone le motivazioni.

Tecnicamente si definisce fondo la misura della grandezza in un determinato momento e flusso la variazione in aumento o in diminuzione della grandezza in un determinato periodo. Le variazioni positive possono essere originate:

- Dai ricavi derivanti dalla gestione reddituale;
- Dalla dismissione degli investimenti durevoli;
- Dal conferimento di capitale di rischio;
- Dal ricorso all'indebitamento di terzi;

Per contro i mutamenti decrementativi possono aversi in corrispondenza di:

- Costi derivanti dalla gestione reddituale;
- Investimento in attivo fisso;
- Riduzioni di capitale di rischio o per la corresponsione dei dividendi;
- Rimborso di capitale di terzi;

Sommando algebricamente i flussi in entrata e in uscita si ottiene la variazione del periodo che viene riepilogata nel rendiconto finanziario che consente di individuare se l'azienda versa in condizioni di disequilibrio finanziario e le motivazioni che lo hanno prodotto.

#### 1.4.4 Analisi per indici

L'analisi per indici applicata allo Stato Patrimoniale e al Conto Economico consente di valutare le condizioni di solidità, liquidità e redditività dell'impresa. Occorre tenere in debito conto che un indicatore osservato non ha nessun significato in quanto, considerato a se stante, può apportare solo un contributo marginale all'analisi ma, raffrontato con gli stessi indici applicati ad anni diversi può fornire interessanti indicazioni sul miglioramento o peggioramento dello stato di salute dell'azienda.

La solidità dell'impresa deriva dalle capacità di mantenere in equilibrio le entrate le uscite monetarie a media-lunga scadenza, verificando le componenti rigide del prospetto di rendiconto (attivo fisso e passività permanenti) per accertare la correlazione tra impieghi e fonti a medio - lungo termine, nonché, relativamente alle fonti di finanziamento, il grado di autonomia finanziaria.

Tra i principali indici atti ad evidenziare le posizioni di solidità delle combinazioni economiche vale la pena di menzionare:

- *Il margine e il quoziente di struttura primario*, definito dal rapporto tra il capitale proprio e attivo immobilizzato netto. Misura la capacità di coprire l'attivo immobilizzato con i mezzi propri e cioè quanto l'impresa ha finanziato le proprie immobilizzazioni con i mezzi propri. Rapporti inferiori all'unità dovrebbero essere compensati con il reperimento di altre fonti di finanziamento a medio-lungo termine.
- *Il margine e il quoziente di struttura secondario*, definito dal rapporto tra le fonti consolidate e l'attivo immobilizzato netto. Viene calcolato allo scopo di valutare se l'azienda ha coperto in modo corretto le proprie immobilizzazioni, ovvero gli investimenti realizzati. Se l'indice è inferiore a 1 l'azienda deve senz'altro attivarsi per accendere nuovi finanziamenti a medio/lungo termine, anche in funzione prospettica (tenuto conto delle previsioni di nuovi investimenti, ammortamenti previsti sui cespiti, ammortamento di debiti già in essere). La necessità di avere un indice superiore a 1 dipende dalla previsione o meno di nuovi investimenti, oppure dalla consistenza del magazzino.
- *Il quoziente di indebitamento*
- *L'indice di autonomia finanziaria*, definito dal rapporto tra il capitale proprio e il totale dell'attivo. Esso misura il grado di solidità patrimoniale dell'azienda in termini di finanziamento del totale del cespite investito con mezzi propri. Maggiore è il rapporto, minore sarà la dipendenza dell'impresa dai terzi creditori e maggiore sarà la tranquillità, da parte della

stessa, nell'affrontare nuovi investimenti. Rapporti ottimali possono essere considerati quelli del 30%, dove un terzo del capitale investito è finanziato dai mezzi propri.

- *L'indice di dipendenza finanziaria*

La liquidità aziendale indica l'esistenza di condizioni di equilibrio finanziario nel breve termine e si ottiene dallo studio delle componenti patrimoniali correnti finalizzato all'accertamento dell'idoneità delle liquidità esistenti e di quelle attese a breve scadenza a fronteggiare adeguatamente le passività breve termine. Tra i principali indici di liquidità si ritiene utile citare.

- *Il margine e il quoziente di disponibilità*
- *Il margine e il quoziente di tesoreria*
- *Gli indici di rotazione (del magazzino, dei crediti commerciali, dei debiti dei fornitori, ecc)*

Per quanto riguarda gli indici di redditività tra i più importanti e comunemente utilizzati si possono citare i seguenti.

- *ROE*
- *ROI*
- *ROS*
- *MOL*
- *Oneri finanziari sul fatturato*

## *APPENDICE A Il Gruppo Risanamento come caso concreto di rilevazione dello stato di crisi*

### **A1 Analisi Finanziaria del Gruppo “Risanamento”**

Risanamento S.p.A. è la property company quotata in Borsa Italiana del Gruppo Zunino. Il Gruppo, che prende il nome dal suo fondatore Luigi Zunino (dimissioni consegnate il 10/09), opera con successo sin dall'inizio degli anni '80 nel settore immobiliare. L'attività, inizialmente concentrata sul comparto commerciale, si è evoluta e successivamente incentrata nella riqualificazione e lo sviluppo di aree strategiche metropolitane sul territorio italiano ed estero. Il Gruppo Zunino attraverso la società quotata, Risanamento S.p.A., è una realtà immobiliare che opera nella.

- realizzazione e gestione nell'ambito dei settori: residenziale, commerciale e terziario;
- valorizzazione e sviluppo di aree di media e grande superficie, tramite le quali il Gruppo pianifica e realizza grandi progetti di sviluppo;
- riqualificazione e sviluppo di aree dismesse;
- conduzione e valorizzazione di patrimoni e iniziative immobiliari.

L'intento di tale Appendice è di identificare attraverso uno studio tramite analisi di bilancio le cause e le conseguenze di politiche finanziarie inadeguate. Inoltre i dati mostreranno come sin dal biennio 2006-2007, i risultati ottenuti e confrontati con i principali competitor destavano particolare attenzione e richiedevano interventi correttivi e tempestivi.

Qui di seguito verrà riportato la riclassificazione dello Stato Patrimoniale Consolidato del Gruppo Risanamento secondo il criterio della pertinenza gestionale e il Conto Economico Consolidato secondo il criterio della suddivisione per aree: caratteristica, extra-caratteristica, finanziaria e straordinaria.

**STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO**

ATTIVO	30.6.2009	31.12.2008	Variazioni
<b>Attività non Correnti</b>			
<b>I - IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>			
▪ Avviamento e altre attività immateriali a vita indefinita			
▪ Attività immateriali a vita definita	533	588	(35)
<b>TOTALE (I)</b>	553	588	(35)
<b>II - IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>			
- Investimenti immobiliari	1.265.009	1.286.390	(21.381)
- Immobili di proprietà	64.700	65.452	(752)
- Altri beni	13.410	14.063	(653)
<b>TOTALE (II)</b>	1.343.119	1.365.905	(22.786)
<b>III - Altre attività non correnti</b>			
▪ Titoli e partecipazioni valutate secondo il metodo del patrimonio netto	25.765	41.770	(16.005)
▪ Titoli e partecipazioni disponibili per la vendita (available for sale)	69	5.872	(5.803)
▪ Crediti finanziari e altre attività finanziarie non correnti	16.975	16.293	682
di cui con parti correlate	15.978	15.583	395
▪ Crediti vari e altre attività non correnti	36.350	36.052	298
	79.159	99.987	(20.828)
▪ Attività per imposte anticipate	60.120	90.170	(30.050)
<b>TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI (A)</b>	1.482.951	1.556.650	(73.699)
<b>Attività correnti</b>			
▪ Portafoglio Immobiliare	1.605.352	1.620.277	14.925
- Lavori in corso su ordinazione			
▪ Crediti commerciali, vari e altre attività correnti	109.476	114.632	5.156
di cui con parte correlate	2.470	2.465	5
- Titoli e partecipazioni	16	16	
▪ Crediti finanziari e altre attività finanziarie correnti		1188	(1188)
- Cassa e altre disponibilità liquide equivalenti	89.413	101.527	(12.114)
<b>TOTALE ATTIVITA' CORRENTI (B)</b>	1.804.257	1.837.640	(33.383)
<b>Attività destinate alla vendita</b>			
▪ Di natura finanziaria			
▪ Di natura non finanziaria			
<b>TOTALE ATTIVITA' DESTINATE ALLA VENDITA (C)</b>	-	-	-

<b>TOTALE ATTIVITA' (A + B + C)</b>	<i>3.287.208</i>	<i>3.394.290</i>	<i>(107.082)</i>
▪ <b>Patrimonio netto.</b>			
quota di pertinenza della Capogruppo	<i>(59.863)</i>	<i>114.741</i>	<i>(174.604)</i>
quota di pertinenza dei Terzi			
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<i>(59.863)</i>	<i>114.741</i>	<i>(174.604)</i>
▪ <b>Passività non correnti</b>			
▪ <b>Passività finanziarie non correnti</b>	<i>1.127.053</i>	<i>2.147.875</i>	<i>(1.020.822)</i>
▪ <b>Benefici a dipendenti</b>	<i>897</i>	<i>884</i>	<i>13</i>
▪ <b>Passività per imposte differite</b>	<i>90.972</i>	<i>93.090</i>	<i>(2.118)</i>
▪ <b>Fondi per rischi e oneri futuri</b>	<i>35.467</i>	<i>46.195</i>	<i>(10.728)</i>
▪ <b>Debiti vari e altre passività non correnti</b>	<i>10.217</i>	<i>9.925</i>	<i>292</i>
<b>TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI (E)</b>	<i>1.264.606</i>	<i>2.297.969</i>	<i>(1.033.363)</i>
▪ <b>Passività correnti</b>			
▪ <b>Passività finanziarie correnti</b>	<i>1.836.188</i>	<i>740.424</i>	<i>1.095.764</i>
▪ <b>Debiti tributari</b>	<i>5.442</i>	<i>3.675</i>	<i>1.767</i>
▪ <b>Debiti commerciali, vari e altre passività correnti</b>	<i>240.835</i>	<i>237.481</i>	<i>3.354</i>
di cui con parti correlate	<i>4.843</i>	<i>4.407</i>	<i>436</i>
<b>TOTALE PASSIVITA' CORRENTI (F)</b>	<i>2.082.465</i>	<i>981.580</i>	<i>1.100.885</i>
▪ <b>Passività correlate ad attività destinate alla vendita.</b>			
di natura finanziaria			
di natura non finanziaria			
<b>TOTALE PASSIVITA' CORRELATE AD ATTIVITA'</b>	<i>-</i>	<i>-</i>	
<b>DESTINATE ALLA VENDITA (G)</b>			<i>-</i>
<b>TOTALE PASSIVITA' (H - E + F + G)</b>	<i>3.347.071</i>	<i>3.279.549</i>	<i>67.522</i>
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA' (D + H)</b>	<i>3.287.208</i>	<i>3.394.290</i>	<i>810.082</i>

### Calcolo e considerazioni aggiuntive sugli indici

L'analisi di bilancio è stata condotta mediante la tecnica degli indici; in particolare, sono stati calcolati quelli necessari per l'analisi di:

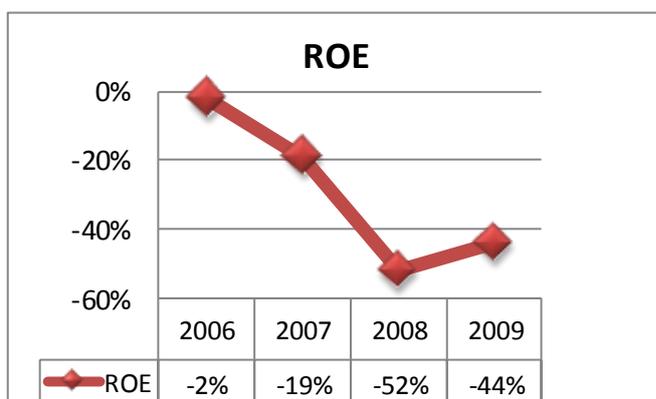
- redditività netta;
- redditività operativa;
- situazione patrimoniale;
- situazione finanziaria e di liquidità.

(migliaia di euro)	<b>CE Consolidato</b>	<b>30.06.09</b>	<b>31.12.08</b>	<b>31.12.07</b>
Ricavi		55.594	120.950	169.308
Variazione delle rimanenze		(14.532)	(12.507)	246.52
<i>di cui non ricorrenti</i>		(29.434)	(46.337)	
Altri proventi		8.333	46.337	54.138
<i>di cui con parti correlate</i>			31	40
Valore della produzione		49.395	154.780	469.968
Acquisti di immobili				(206.132)
<i>di cui con parti correlate</i>				(15.232)
Costi per servizi		(33.229)	(94.056)	(146.155)
<i>di cui con parti correlate</i>			(160)	(167)
Costi del personale		(4.053)	(11.214)	(8.102)
Altri costi operativi		(20.814)	(38.762)	(34.792)
<i>di cui con parti correlate</i>	<i>di cui</i>	(287)	(1.124)	(1.450)
<i>non ricorrenti</i>				
<b><i>RISULTATO OPERATIVO ANTE AMMORTAMENTI, PLUS/MINUSVALENZE E RIPRISTINI/SVALUTAZIONI DI ATTIVITA' NON CORRENTI (EBITDA)</i></b>		<b>(8.701)</b>	<b>10.748</b>	<b>64.295</b>
Ammortamenti		(14.395)	(24.592)	(24.740)
Plusvalenze/Minusvalenze/Svalutazioni/Ripristini di valore di attività non ricorrenti		(27.958)	(61.500)	539
<b><i>RISULTATO OPERATIVO (EBIT)</i></b>		<b>(51.054)</b>	<b>(75.344)</b>	<b>50.586</b>
Quota dei risultati delle partecipazioni in imprese collegate valutate secondo il metodo del patrimonio netto		(11.070)	(3.102)	(11.239)
Proventi finanziari		4.013	17.112	11.221
<i>di cui con parti correlate</i>		287	1.065	1.764
Oneri finanziari		(87.151)	(194.282)	(151.339)
<i>di cui con parti correlate</i>		(77)	(148)	(295)
<b><i>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE DERIVANTE DALLE ATTIVITA' IN FUNZIONAMENTO</i></b>		<b>(145.262)</b>	<b>(256.616)</b>	<b>(100.771)</b>
Imposte sul reddito del periodo		(25.903)	42.879	9.108
<b><i>UTILE DEL PERIODO</i></b>		<b>(171.165)</b>	<b>(213.737)</b>	<b>(91.663)</b>

## A2 Analisi della redditività netta

L'analisi della redditività netta è fondata sul ROE (Return On Equity), indice determinato dal rapporto tra il risultato netto di ciascun esercizio e il valore del capitale netto; tale indice misura il rendimento del capitale investito in azienda dagli azionisti.

Compiuta la riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del CE, si può procedere al calcolo degli indici di bilancio :

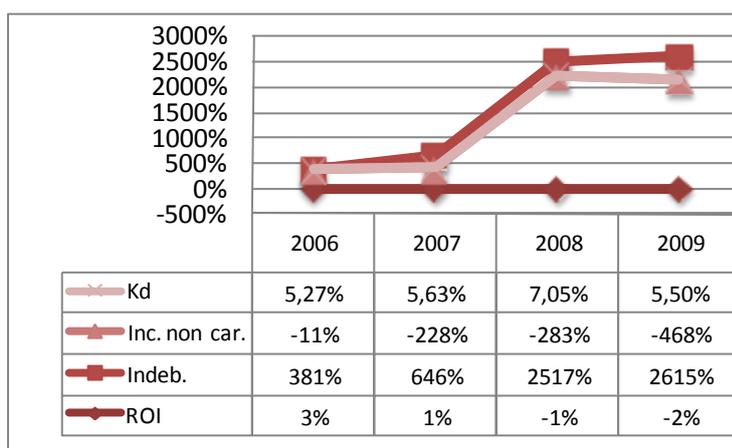


Tale indice è il rapporto tra il patrimonio netto del gruppo e il reddito netto. Le cause che portano ad una progressiva riduzione del rendimento sul capitale proprio risiedono in parte alla riduzione dei ricavi registrata nel periodo 2006-2009 e in parte al costante aumento degli oneri finanziari gravanti sul periodo in esame. La perdita d'esercizio registrata nell'anno 2006 passa

da € 8.702.000 a € 253.037.000 nel 2009, causa il ricorso spropositato della leva finanziaria e la progressiva riduzione dei ricavi dipendenti per lo più al periodo post crisi. I ricavi sono passati da € 331 mln ed Ebit pari a € 78 mln nel 2006 a € 127 mln ed Ebit negativo pari a € 54 mln nel 2009. Nel capitolo dedicato al Gruppo Risanamento verranno analizzate nel dettaglio le cause che hanno portato l'impresa ad attuare un piano di turnaround, con l'ottica di ri-generare valore per gli azionisti.

Per approfondire i motivi che hanno determinato la riduzione della redditività netta occorre procedere alla scomposizione in fattori del ROE, ottenuta mediante il calcolo dei seguenti indici.

- ROI (Return On Investment – redditività della gestione caratteristica), ottenuto dal rapporto tra risultato operativo e valore del capitale investito;
- rapporto di indebitamento, ottenuto dal rapporto tra valore delle passività (in tal caso finanziarie) e capitale netto;
- tasso di incidenza della gestione non caratteristica, ottenuto dal rapporto tra risultato netto d'esercizio e risultato operativo caratteristico.



Dall'analisi dei fattori che compongono il ROE emerge che il suo andamento è dovuto a:

- Riduzione del ROI;
- Aumento del rapporto di indebitamento, soprattutto tra il 2007 e 2008;
- Acutizzazione sostanziale dell'incidenza della gestione non caratteristica;

In particolare, oltre all'analisi dell'andamento della gestione caratteristica che sarà approfondita nei successivi paragrafi, occorre effettuare alcune considerazioni relative all'incidenza dell'area finanziaria.

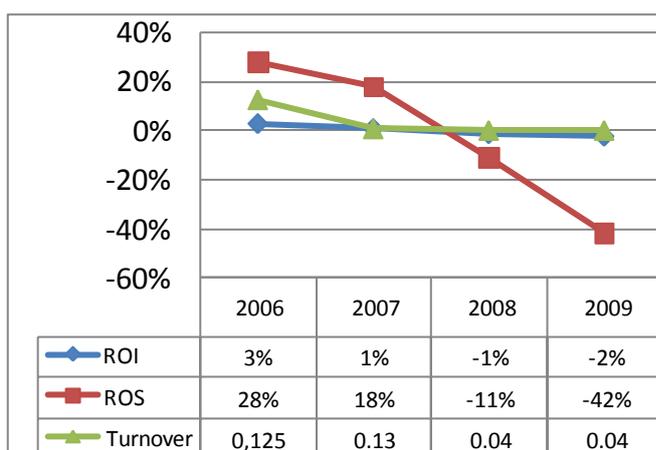
Nel 2007 il peggioramento del tasso di incidenza della gestione non caratteristica è dovuto unicamente all'incremento degli oneri finanziari, passati da € 64.393.000 nel 2006 a € 164.000.000 previsti nel 2009.

Inoltre l'incremento di onerosità ha effetti negativi sulla leva finanziaria. Nel corso del periodo d'esame il rendimento passivo<sup>5</sup>(Kd) sui debiti è maggiore del rendimento del capitale investito per tutti i quattro anni oggetto di valutazione, dove da un lato è bene tener in considerazione che si sta analizzando un'azienda operante nel settore del real estate, il che significa ampio uso della leva finanziaria, dall'altro ciò non giustifica livelli di indebitamenti tali da compromettere l'intera struttura societaria.

Per approfondire l'analisi della redditività operativa occorre scomporre il ROI nei suoi due fattori: ROS e turnover:

- il ROS (Return On Sales) è ottenuto dal rapporto tra risultato operativo caratteristico e ricavi netti di vendita e misura la redditività delle vendite;
- il turnover è ottenuto dal rapporto tra ricavi di vendita e capitale investito nella gestione caratteristica e misura la capacità dell'azienda di generare risorse mediante i ricavi di vendita.

<sup>5</sup> Tale valore è dato dal rapporto Oneri Finanziari su Debiti Finanziari



Nel caso in questione la riduzione del ROI appare determinata dalla riduzione del ROS e di conseguenza dalla riduzione del turnover, il quale ha un ulteriore effetto negativo. L'analisi svolta verte solo ad analizzare gli indici contabili confrontandoli con i dati storici del gruppo, postergando l'espletamento delle cause nel piano di risanamento sviluppato nel capitolo 4.

Posso solo anticipare che il peggioramento di tali indici scaturisce dalle seguenti ragioni.

- Il Gruppo Risanamento opera in tre settori: sviluppo, reddito e trading. E' proprio da quest'ultimo che dipende la riduzione dei ricavi pari al 30% circa negli anni 2007/08/09.
- La crisi finanziaria internazionale ha colpito principalmente il settore degli investitori istituzionali, determinando una forte riduzione delle operazioni di compravendita. Le difficoltà del settore immobiliare sono sintetizzate dalla riduzione del fatturato, ovvero del giro di affari che deriva dalle compravendite, prodotto dal calo degli scambi e dei valori.

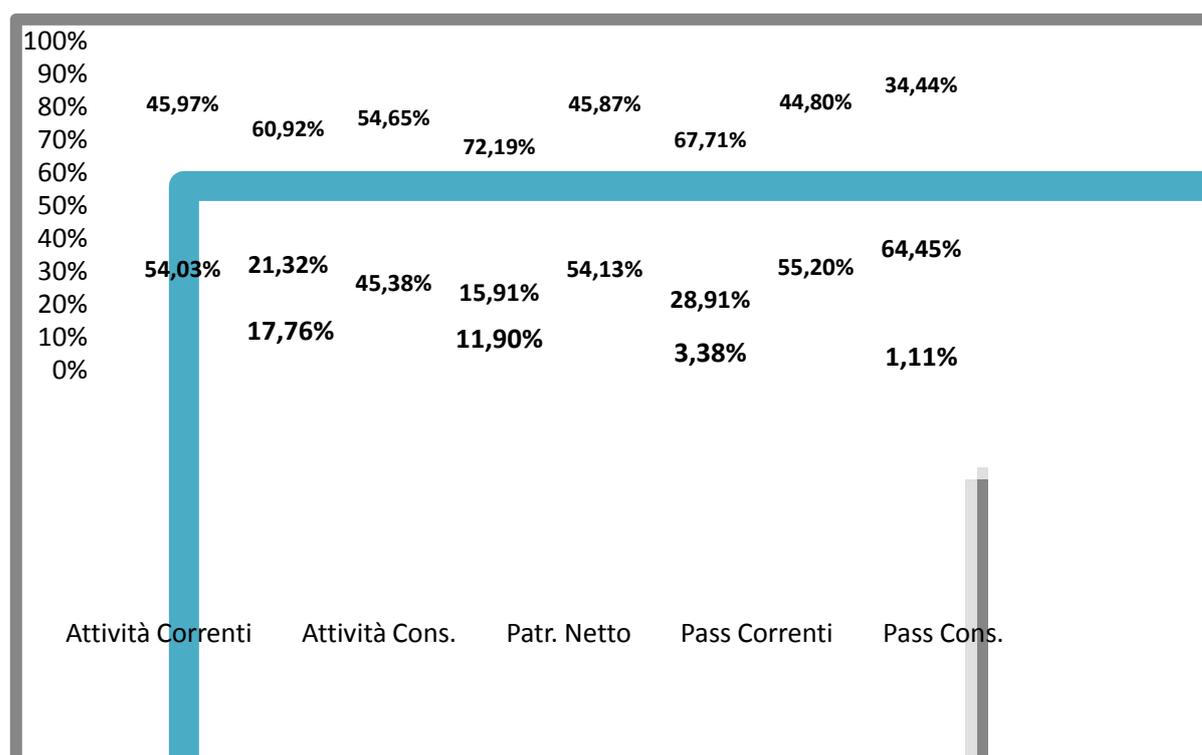
L'immobiliare nel 2009 dovrebbe generare nel nostro paese circa 110 miliardi di euro di fatturato in termini di compravendite, importo che a fine del 2007, prima cioè che la crisi si manifestasse compiutamente, ammontava a 154 miliardi di euro. La riduzione è da attribuirsi soprattutto al numero delle transazioni ed in misura minore alla riduzione dei valori.

L'azienda, quindi, ha affrontato nel 2007 un peggioramento della redditività delle vendite, solo parzialmente compensato dall'incremento dei ricavi derivanti da cessioni di immobili del settore trading e sviluppo. La riduzione del ROS implica che l'incidenza dei costi operativi sui ricavi di vendita è aumentata e attraverso un ulteriore approfondimento dell'analisi mediante la lettura del conto economico riclassificato ed espresso in valori percentuali sarà possibile individuare le cause.

Dall'analisi del conto economico si evidenzia un notevole incremento dell'incidenza delle variazioni delle rimanenze, a causa del congelamento del settore trading, e di un incremento della voce "Minusvalenze e Svalutazioni", a causa di valutazioni fin troppo ottimistiche del fair value del patrimonio immobiliare del gruppo.

### A3 Analisi della situazione patrimoniale

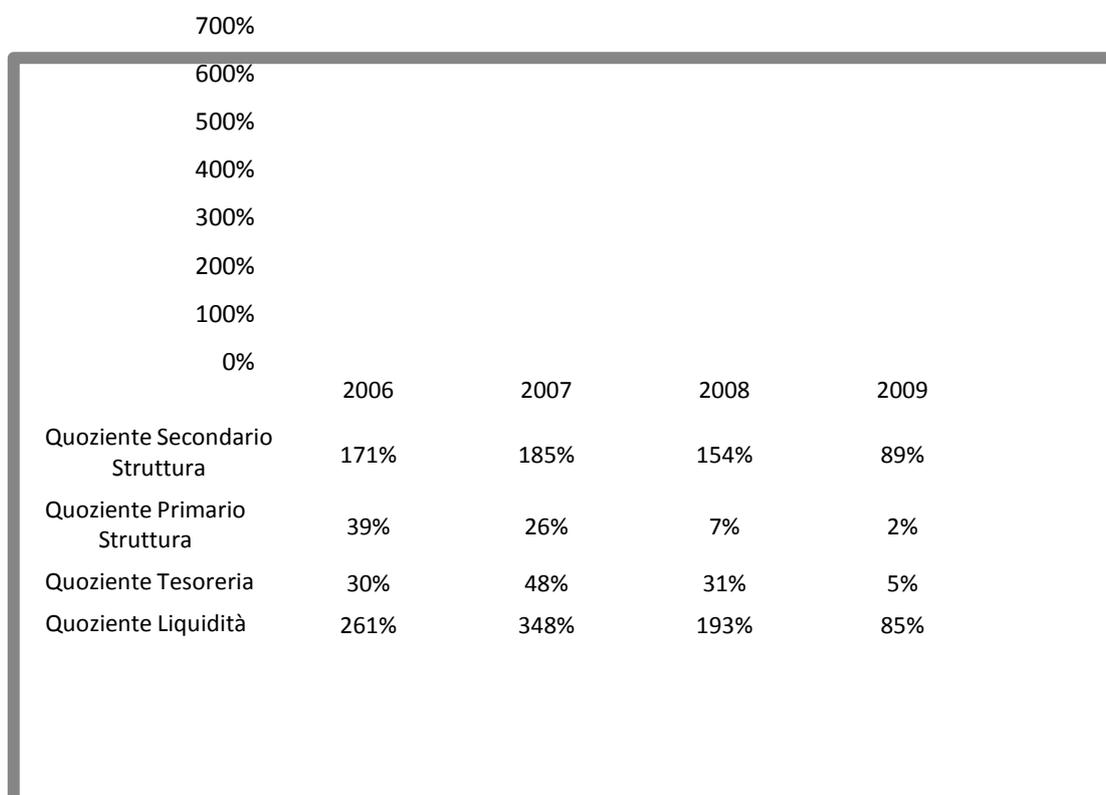
L'analisi della struttura dello Stato Patrimoniale è effettuata mediante indici di elasticità/rigidità, di autonomia, di correlazione. Il grafico mette in risalto la struttura dell'attivo e del passivo negli ultimi 4 anni, evidenziando l'aumento spropositato delle passività a breve.



Il grafico mostra come il Gruppo Risanamento non abbia mai mantenuto fino al 2009 un equilibrio ponderato tra le fonti, dove il grado di elasticità degli impieghi supera di poco il 60% in linea con quello delle altre aziende operanti nel settore del real estate. L'aumento progressivo delle passività a breve ha definitivamente declamato la situazione di dissesto del Gruppo. Il valore delle passività a breve è frutto da un lato delle scadenze delle moratorie concesse negli anni precedenti, e dall'altro lato delle continue iniezioni di liquidità a breve per far fronte al periodo di congelamento della attività di trading. Passando ad analizzare il tasso di autonomia finanziaria esso passa da 11,90 % nel 2007 al 1% nel 2009. Occorre tuttavia replicare che tale valore è frutto dell'aumento di capitale emesso il 30.11.09 e che le ha permesso di avere un "grado di autonomia finanziaria" positivo (il patrimonio netto alla data del 30.09.09 era pari a -113 milioni di euro). Le cause che portano ad avere un capitale netto negativo sono connaturate dal fatto che l'azienda è stata depauperata del suo valore a causa del grado di indebitamento troppo elevato e dalla crisi del real estate che ha esogenamente compromesso l'attività del Gruppo.

### A3.1 Analisi della situazione finanziaria e di liquidità

L'analisi della situazione finanziaria e di liquidità è stata effettuata mediante indici calcolati come quozienti e come differenze.



Il quoziente di liquidità, ottenuto dal rapporto tra attività correnti e passività correnti, indica come l'azienda non sia in grado nei successivi 12 mesi di far fronte ai propri impegni a breve termine mediante le proprie attività correnti, ovvero rimanenze, liquidità differite e liquidità immediate. Nella teoria economica valori sopra l'unità, o in tal caso sopra il 100%, indicano un capacità dell'impresa di far fronte alle proprie passività a breve, senza ricorrere ad operazioni finanziarie in grado di coprire temporanei deficienze di cassa. I dati mostrano come le passività a breve nel 2009, pari a circa 2 miliardi di euro, abbiano subito un drastico aumento rispetto agli anni precedenti, sottolineando un'incapacità di autonomia nel breve termine del Gruppo. L'aumento delle passività a breve rispetto agli anni 2008 e 2007 è da attribuirsi agli esborsi che si sarebbero dovuti effettuare secondo le previsioni degli accordi di moratoria stipulati nel dicembre 2008 e che possono essere ritenuti superati alla luce dei nuovi accordi di ristrutturazione del debito che estendono il periodo di moratoria a condizione del passaggio in giudicato del decreto di omologa (avvenuta il 15.11.09 da parte del Tribunale di Milano) degli accordi.

Il quoziente di liquidità primaria, ottenuto dal rapporto tra la somma delle liquidità immediate e differite e le passività correnti, evidenzia l'insufficienza delle prime a coprire gli impegni a breve termine.

Inoltre, il peggioramento del quoziente di tesoreria, ottenuto dal rapporto tra la somma delle liquidità immediate e differite e le passività correnti, evidenzia come gli investimenti effettuati nel triennio precedente si siano tradotti in un incremento delle passività correnti superiore a quello delle liquidità. Per di più il decremento del Capitale Circolante Netto, è stato influenzato dalle difficoltà del settore trading e da tassi di vacancy alti che hanno compromesso la stabilità di breve del Gruppo e ad chiedere l'istanza di fallimento da parte dei pm Milanesi.

Il depauperamento del capitale netto del Gruppo porta inevitabilmente ad affermare che si è in una situazione di sottocapitalizzazione, gravante inoltre dalle perdite di esercizio registrate negli ultimi quattro anni.

#### **A4 Considerazioni di sintesi**

L'analisi evidenzia un peggioramento non marginale della redditività aziendale dovuto al contemporaneo incremento dell'onerosità dei capitali di terzi e, soprattutto, alla riduzione della redditività caratteristica.

La causa principale della riduzione di redditività della gestione caratteristica è data da un lato dal contesto competitivo in cui opera il Gruppo, e da l'altro lato dall'eccessivo impiego della leva finanziaria (loan to value e loan to cost sopra la media di settore) che hanno portato il Gruppo ad attuare un vero e proprio processo di turnaround, che verterà principalmente su di una ristrutturazione finanziaria e sulla focalizzazione del proprio core business..

L'azienda non ha saputo fronteggiare tale spirale negativa che la porterà a cedere i principali immobili dell'area "Sviluppo", al fine di evitare il completo dissesto del Gruppo.

Dal punto di vista patrimoniale e finanziario è auspicabile che l'azienda.

- rafforzi ulteriormente la correlazione tra fonti e impieghi mediante l'apporto capitali a medio e lungo termine;
- cerchi di ridurre ulteriormente il periodo di esposizione finanziaria, magari mediante cessione di immobili non strategici e che consentano un più rapido smobilizzo dei debiti.
- stipuli accordi di moratoria in modo tale da non soffocare la spirale creditizia

Le potenzialità prospettive dell'azienda legate alla propria capacità di mantenere un adeguato margine di redditività sulle vendite sono oggettivamente tangibili, poiché si sta trattando di immobili di un determinato valore e dove il fair value di quest'ultimi giocherà un ruolo del tutto decisivo.

Un'analisi basata semplicemente sull'applicazioni di alcuni indici non potrà dare risposte in merito ai processi di turnaround in atto. Si rende necessario approfondire la conoscenza dell'impresa mediante un sistema di controllo di gestione che esamini la redditività dei prodotti e delle diverse funzioni aziendali.

Il controllo di gestione molto spesso è visto come un costo improduttivo, ma la conoscenza approfondita delle dinamiche aziendali consente non solo di anticipare possibili situazioni di squilibrio prima che si verifichino, ma anche di poter valutare in modo migliore quali aree siano prioritarie per gli interventi finalizzati all'uscita da una situazione di crisi.

## **A5     Controllo di gestione e benchmark con i concorrenti**

Gli strumenti per la diagnosi dello stato di crisi e per la sua soluzione sono costituiti dalle analisi di bilancio e dal sistema di controllo di gestione.

La stessa elaborazione del bilancio che scaturisce dalla contabilità generale viene effettuata ex post, tre o quattro mesi dopo la chiusura dell'esercizio; inoltre spesso sono assenti le situazioni di periodo e l'eventuale emersione di perdite reddituali rappresenta una situazione di difficile gestione a causa del ritardo con cui viene scoperta.

Tale sistema, basato sulla semplice contabilità generale, potrebbe funzionare in periodi di stabilità, ma in situazioni dinamiche caratterizzate da rapide modificazioni e da un ambiente concorrenziale aggressivo è necessario reagire con tempestività alle sollecitazioni dell'ambiente esterno.

Il sistema di controllo e gestione prevede, in generale, quattro fasi fondamentali.

- La pianificazione, la fissazione di obiettivi e la programmazione delle azioni necessarie a raggiungerli;
- La misura dei risultati di queste azioni;
- La verifica degli scostamenti tra risultati pianificati e risultati effettivi;
- L'introduzioni di azioni correttive;

L'attività di pianificazione rappresenta il punto di partenza di un qualunque sistema di controllo e gestione; si tratta di un'attività complessa che deve definire gli obiettivi da perseguire, allocando le

risorse aziendali necessarie a conseguirli e stabilendo le azioni opportune ed effettuando nel contempo previsioni sull'evoluzione dell'ambiente competitivo di riferimento. Le aziende di maggiori dimensioni dedicano considerevoli risorse a tale attività, dove vengono analizzati i punti di forza e debolezza dell'impresa, la determinazione degli obiettivi, intesi come risultati futuri di determinati indicatori che si vogliono conseguire in un periodo di tempo prefissato, e infine le azioni che si intende intraprendere per conseguire gli obiettivi definiti. La pianificazione sarà tanto più efficace e utile quanto più scenderà nel dettaglio per quanto riguarda le variabili sulle quali agire e le fissazione degli obiettivi. La fissazione di un generico obiettivo, ad esempio l'aumento dei ricavi, e la conseguente previsione di azione generiche, come l'aumento della forza vendita, non consentono di indirizzare adeguatamente la gestione né forniscono il necessario supporto decisionale.

Il processo di pianificazione termina, generalmente, con l'elaborazione dei budget, ovvero uno o più documenti che prevedono l'andamento della gestione caratteristica.

- Il budget delle vendite;
- Il budget della produzione e delle scorte finali;
- Il budget del costo del venduto;
- Il budget dei costi commerciali, amministrativi e generali;

Accanto ai budget della gestione caratteristica vengono spesso elaborati anche i budget degli investimenti, finanziari e di cassa, al fine di prevedere anche le dinamiche finanziarie e della liquidità, correlate alle previsioni effettuate in merito alla gestione caratteristica. È fondamentale, infatti, verificare anche la sostenibilità finanziaria delle scelte effettuate.

Terminato il processo di pianificazione è necessario misurare periodicamente i risultati raggiunti in relazione agli obiettivi fissati.

I dati consuntivi tendono infatti quasi sempre a discostarsi da quelli previsti sia perché in sede di pianificazione non è possibile tenere in considerazione tutte le variabili esogene ambientali, sia perché l'andamento delle variabili esogene, non potendo essere controllate direttamente, non è perfettamente prevedibile e sia, perché è possibile che non siano rispettate tutte le assunzioni effettuate in sede di pianificazione.

Verificate l'esistenza di scostamenti tra i risultati previsti e quelli consuntivi, è opportuno analizzare le ragioni delle differenze e individuare le opportune azioni correttive. In particolare, gli scostamenti dovuti ad andamenti non previsti di variabili esogene e non controllabili possono derivare da una superficiale conoscenza dell'ambiente di riferimento oppure a veri e propri mutamenti di scenario.

In questo caso le azioni correttive possono consistere nell'acquisizione di una migliore conoscenza dell'ambiente esterno o nell'individuazione di nuove linee di azione e comportamenti differenti per adattarsi ai mutamenti di scenario.

Un sistema di controllo di gestione rivisto con periodicità annuale come il bilancio d'esercizio, senza dubbio, fornisce una quantità rilevante di informazioni sulla gestione, ma porta con sé il rischio che questa conoscenza arrivi troppo tardi per poter introdurre efficaci azioni correttive.

Il controllo di gestione può essere considerato uno dei sistemi principali per la prevenzione della crisi, e quand'anche l'impresa finisca in una situazione di crisi si avranno più possibilità di gestirla positivamente e tempestivamente proprio per una migliore conoscenza delle dinamiche aziendali e conseguentemente delle possibili aree di intervento. In assenza di un controllo di gestione le analisi di bilancio rappresentano uno dei pochi strumenti a disposizione dell'impresa per l'individuazione di situazioni di squilibrio o di crisi e per ottenere alcune indicazioni di massima su quali aree necessitino prioritariamente di intervento.

Le analisi di bilancio si fondano infatti su elaborazioni del bilancio d'esercizio e possono fornire informazioni sia ricavandole direttamente dal bilancio sia confrontando gli indici e le analisi con quelle dei principali concorrenti. Il limite principale è rappresentato dalla sinteticità dei risultati, rappresentati il più delle volte da indici che necessitano, a loro volta, di interpretazioni.

La tabella sviluppata qui di seguito mette a confronto i principali quozienti e indici reddituali e patrimoniali, evidenziando scostamenti rilevanti e analogie del campione in esame.

#### A5.1 Benchmark dei principali competitor<sup>6</sup>

Voci di Bilancio	Gruppo Risanamento	Gruppo Gabetti	Gruppo Aedes	Gruppo Beni Stabili
Capitale Proprio	114.741	15.829	27.569	1.944.847
Totale Attivo	3.394.290	309.247	971.363	4.713.305
<b>Grado di Indipendenza Finanziaria</b>	<b>3,38%</b>	<b>5,12%</b>	<b>2,83%</b>	<b>41,26%</b>
Fonti Consolidate	2.412.710	106.096	305.133	4.515.276
Attivo Immobilizzato Netto	1.556.650	130.587	607.894	4.262.561
<b>Margine di struttura secondario</b>	<b>154,99%</b>	<b>81,24%</b>	<b>50,19%</b>	<b>105,92%</b>

<sup>6</sup> Il benchmark con i concorrenti non è confrontabile dal punto di vista della dimensione (es fatturato), ma le analogie in termini di struttura finanziaria e settori di attività ci permette di evidenziare conclusioni interessanti.

Capitale Proprio	114.741	15.829	27.569	1.944.847
Attivo Immobilizzato Netto	1.556.650	130.587	607.894	4.262.561
Margine di struttura primario	<b>7,37%</b>	<b>12,12%</b>	<b>4,53%</b>	<b>45,62%</b>
Attivo Circolante	1.837.640	174.758	363.469	278.479
Passività a Breve	981.580	181.467	666.230	198.021
Indice di disponibilità	<b>187,21%</b>	<b>96,30%</b>	<b>54,55%</b>	<b>140,63%</b>
<b>Indici di Redditività</b>				
Risultato Di Esercizio	(213.737)	(55.587)	(311.460)	36.793
Patrimonio netto	114.741	15.829	27.569	1.944.847
ROE	<b>-186,27%</b>	<b>-351,17%</b>	<b>-1.129,74%</b>	<b>1,89%</b>
Reddito Operativo	(75.344)	(28.027)	(261.551)	214.654
Capitale Investito Netto	3.394.290	309.247	971.363	4.713.305
ROI	<b>-2,21%</b>	<b>-9,06%</b>	<b>-26,92%</b>	<b>4,55%</b>
Reddito Operativo	(75.344)	(28.027)	(261.551)	214.654
Ricavi Tipici	120.950	35.110	74.779	489.092
ROS	<b>-62,29%</b>	<b>-79,82%</b>	<b>-349,76%</b>	<b>43,88%</b>
Reddito Operativo al netto degli Ammortamenti	10.748	(13.437)	(112.198)	243.736
Ricavi Tipici	120.950	35.110	74.779	489.092
MOL	<b>8,88%</b>	<b>-38,27%</b>	<b>-150,03%</b>	<b>49,83%</b>
Oneri Finanziari	195.282	14.239	66.590	134.816
Volume di Affari	120.950	35.110	74.779	489.092
Oneri Finanziari/Fatturato	<b>-1,61</b>	<b>0,40</b>	<b>-0,89</b>	<b>-0,27</b>

Il campione di aziende preso in esame è stato scelto in base a determinate caratteristiche: omogeneità del settore (trading, reddito e sviluppo), dimensione dell'azienda e volume del fatturato (media dei dati storici). Non v'è dubbio che vi sono delle profonde differenze all'interno del campione in termini di imprese comparate, ma nonostante ciò credo che, grazie allo sviluppo di determinati indici, è possibile identificare delle analogie interessanti (ad esempio il gruppo Gabetti offre solo servizi e solutions).

Dapprima emerge un risultato inopinabile, ossia la sottocapitalizzazione (tranne per il Gruppo Beni Stabili) delle aziende in esame. Tali valori soffrono dell'elevato indebitamento in cui versano gran parte

dell'impresе operanti nel real estate. Il campione in esame mostra dal punto di vista della solidità un'insufficienza comune a far fronte alle passività di breve . L'indice di disponibilità del gruppo Risanamento risente di un effetto più che positivo grazie alla postergazione di una parte rilevante dei propri debiti, che falsa per il 2008, detto indice . Tale situazione delinea quanto pocanzi descritto, ossia un temporaneo congelamento dell'attività di trading che si tramuta in una sostanziale difficoltà ad alienare determinati tipi di immobili e in un conseguente aumento delle passività correnti. Il valore delle passività del campione è da imputare a Loan to value<sup>7</sup>, Loan to cost e vacancy ratio troppo elevati rispetto alla media di settore degli anni pre-crisi.

Tutto ciò si tramuta da un lato ad una forte riduzione dei ricavi, e dall'altro dal costante aumento degli oneri finanziari. D'altronde, passando ad analizzare gli indici di redditività, le cause pocanzi descritte si traducono in perdite d'esercizio non marginali, con conseguente segno negativo del ROE, ROI e ROS. La media degli interessi sul debito è pari al 5% contro un -7% del rendimento sul capitale investito.

Possiamo quindi affermare che il caso Gruppo Risanamento non si presta come "unicum", e lo dimostra anche la messa a punto di ulteriori piani di risanamento per il Gruppo Aedes nel 2009, e del Gruppo Gabetti nel 2010. I piani oggetto di risanamento vertono per lo più sulla ristrutturazione del debito e ricapitalizzazione, tramite aumenti di capitale, prestiti obbligazionari convertibili, accordi di moratoria e alienazione di immobili non core.

I risultati sorprendenti del Gruppo Beni Stabili sono frutto di una strategia posta in essere nel 2007. Il Gruppo decise di trasformarsi in "Società d'investimento immobiliare quotata" abbandonando per lo più il settore trading e sviluppo, permettendole in parte di salvarsi dal ciclone della crisi.

La trasformazione in una "SIIQ" sarà oggetto di studio nell'ultimo capitolo, prospettando i possibili scenari e vantaggi futuri che tale modello propone ai fondi immobiliari.

---

<sup>7</sup> Rappresenta semplicemente il rapporto tra la somma richiesta per un mutuo e il valore stimato dalla banca per l'immobile che si sta acquistando. Sempre più spesso gli istituti di credito adattano i loro tassi in base a tale rapporto, minore è la somma richiesta, a parità di costo dell'immobile, minore sarà il tasso applicato

## A5.2 Struttura dei costi

Per un'analisi più approfondita appare opportuno proseguire nell'analisi confrontando la struttura dei costi con quella dei concorrenti.

	Risanamento		Gabetti		Aedes	
<b>Ricavi Tipici</b>	120.950		35.110		74.779	
<b>Servizi</b>	94.056	<b>55,77%</b>	18.225	<b>29,54%</b>	28.261	<b>21,86%</b>
<b>Personale</b>	11.214	<b>6,65%</b>	16.217	<b>26,29%</b>	20.200	<b>15,62%</b>
<b>Ammortamenti</b>	24.592	<b>14,58%</b>	14.590	<b>23,65%</b>	63.622	<b>49,22%</b>
<b>Altri Costi Operativi</b>	38.762	<b>23%</b>	12.653	<b>20,52%</b>	17.157	<b>13,30%</b>

Generalmente i costi per servizi nelle aziende operanti nel Real Estate comprendono: servizi commerciali, prestazioni professionali, costi legali e notarili, servizi di consulenza legale-finanziaria-fiscale, costi di costruzione progettazione e bonifica, spese di gestione e manutenzione sugli immobili in portafoglio e costi connessi alla ristrutturazione.

La voce "Altri costi operativi" comprende: canoni per affitti e noleggi, accantonamento svalutazione crediti accantonamenti per rischi ed oneri, imposta comunale sugli immobili.

Infine i costi per il personale comprendono: compenso dirigenti, impiegati e quadri, portieri e addetti alle pulizie.

La tabella mostra come la struttura dei costi del Gruppo Risanamento subisca un forte accento su la voce "Costi per Servizi". Tale percentuale pari al 55% sui costi totali, viene imputata per lo più all'incremento dei costi per prestazioni professionali e i costi legali e notarili, come conseguenza del processo ristrutturazione tutt'oggi in corso.

Dall'altro lato la voce "Ammortamenti", rispetto alla struttura dei costi degli altri competitor, è al di sotto della media del settore (pari a circa il 30%) a causa delle politiche di alienazione immobili e cessioni di partecipazioni, con conseguente incremento del "Valore della produzione".

Nel lungo periodo la percentuale dei costi per servizi del Gruppo Risanamento, è destinata a subire un andamento altalenante caratterizzata, da un lato da un taglio drastico dei costi per consulenze (pari a ca il 50%) nel biennio 2010-2011 e dall'altro lato dall'aumento dei costi per bonifiche e ristrutturazioni del settore "Sviluppo" (Area Santa Giulia e Area Falck).

## 1.5 La crisi di origine finanziaria

Prima di introdurre il tema della ristrutturazione finanziaria, è opportuno dare volto sistematico al fenomeno della crisi di origine finanziaria. Fenomeno di cui si è parlato in uno dei precedenti paragrafi seppur in via introduttiva. Conoscere con esattezza il perimetro entro cui è confinato il fenomeno, potrebbe rappresentare la via propedeutica per ripercorrere successivamente le tappe del risanamento aziendale e in particolare, finanziario. Occorre pertanto chiarire cosa s'intende per crisi di origine finanziaria.

Abbiamo visto, grazie all'ausilio dell'analisi finanziaria, quali sono i connotati generalmente tipici di una struttura finanziaria equilibrata, di converso è possibile con relativa facilità capire quando si è in presenza di una struttura finanziaria sotto tensione, con l'eventualità che questa entri in crisi.

Occorre rimarcare tuttavia, l'impossibilità di individuare, al livello teorico, una situazione finanziaria ottima in senso assoluto, a causa dell'interazione di numerose variabili interne ed esterne all'azienda.

Con l'espressione crisi finanziaria, si vuole fare riferimento a situazioni di tensione caratterizzate dal verificarsi dei seguenti eventi o di alcuni di essi.

- 1) *carezza di mezzi propri e corrispondente prevalenza di mezzi a titolo di debito* ( le imprese in tensione finanziaria hanno una struttura finanziaria nettamente più sbilanciata verso il debito rispetto la media del settore o dei principali competitors);
- 2) *marcata prevalenza di debiti a breve termine rispetto alle altre categorie di indebitamento,*
- 3) *squilibri tra investimenti duraturi e mezzi finanziari stabilmente disponibili,*
- 4) *insufficienza o inesistenza di riserve di liquidità,*
- 5) *scarsa o nulla capacità dell'impresa a contrattare le condizioni del credito,* data la necessità di disporre ad ogni costo, da cui discende quindi un basso potere contrattuale;
- 6) nei casi più gravi. *difficoltà a seguire ed affrontare le scadenze e conseguente ritardo di alcune categorie di pagamenti* (fornitori, rate di prestiti, contributi previdenziali, retribuzioni ai dipendenti).

Un indicatore di tensione finanziaria (*financial distress*), potrebbe essere rappresentato come:

$$\boxed{\begin{array}{c} \text{Indice di} \\ \text{tensione} \\ \text{Finanziaria} \end{array}} = \boxed{\begin{array}{c} \text{EBIT – Oneri Finanziari /} \\ \text{Fatturato} \end{array}}$$

Il numeratore del rapporto (risultato delle gestione caratteristica), prescinde dai costi e ricavi straordinari, quindi è preferibile al risultato netto. Valori negativi per almeno due esercizi consecutivi, risulterebbero indiziari di una tensione finanziaria destinata a perdurare in assenza di un qualche intervento risolutivo. Un incremento dell'indice sta ad indicare un appesantimento della situazione in rapporto all'attività effettiva; può essere causato, in altre parole, da un incremento del differenziale negativo tra costi e ricavi, sia dalla stabilità di tale differenziale in presenza di una contrazione dell'attività.

Lo squilibrio finanziario è, senza dubbio, un possibile ed anzi probabile generatore di perdite economiche. Ciò dipende dall'eccezionale entità degli oneri finanziari, originati dal pesante indebitamento e dal suo costo elevato. Le imprese sotto tensione finanziaria, sono nettamente più indebitate rispetto alla media. In particolare, gli oneri finanziari sopportati dall'impresa in condizioni di squilibrio non sono allineati agli oneri sopportati dai concorrenti. In tale condizione, in periodi favorevoli, quando le aziende sane guadagnano largamente, l'azienda squilibrata guadagna poco o mantiene a fatica il pareggio; non appena la congiuntura diventa negativa e le aziende migliori vedono contrarsi i loro risultati, è pressoché inevitabile che l'impresa squilibrata subisca serie perdite, che deteriorano ulteriormente le sue condizioni finanziarie. L'accumulazione di perdite e l'accentuarsi degli squilibri pongono non di rado l'azienda nell'impossibilità di reagire. Da un lato sono praticamente precluse le possibilità di ottenere dal mercato mezzi a titolo di capitale (salvo che i titolari abbiano ampie disponibilità e siano disposti a sopportare rischi e sacrifici in proprio) e talora anche a titolo di credito (banche e fornitori si fanno prudenti nel concedere ulteriori affidamenti e dilazioni); dall'altro lato l'autofinanziamento è ridotto al minimo, o inesistente. Se le perdite continuano, è quasi fatale che l'azienda precipiti verso la crisi.

Gli squilibri finanziari sembrano altresì avere, un'importante capacità segnaletica della crisi. Nella maggior parte dei casi, infatti, ci si accorge della crisi soltanto quando essa ha prodotto i suoi effetti deflagranti sulla struttura finanziaria, in termini di eccessivo indebitamento, insufficienza di liquidità, squilibrato rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi e così via, prima di allora la crisi rimane latente e

strisciante, difficile da individuare. Tuttavia, si vuole ribadire il concetto che sarebbe superficiale attribuire alla componente finanziaria, poiché si manifesta per ultima ed in modo palese, la responsabilità della crisi. Lo squilibrio finanziario è a sua volta generato dal differente combinarsi di altri fattori che attengono alla sfera gestionale, organizzativa e commerciale dell'impresa. Identificare negli squilibri finanziari, la ragione delle crisi aziendali, significa attribuire ad altri (alle banche ad esempio), la responsabilità che ricade verosimilmente, sul management o sull'imprenditore.

Una più approfondita analisi, conduce ad attribuire agli squilibri finanziari, un duplice ruolo. Il ruolo tipico e prevalente è quello ora indicato.

- di circostanza derivata da altri fattori primari di crisi;
- di motivo di aggravamento delle perdite;
- di momento finale che trasforma il declino in crisi conclamata.

Non si può peraltro escludere che in particolari situazioni ed in talune limitate manifestazioni, gli squilibri finanziari siano iscrivibili anche tra i fattori primari di declino. E' ad esempio, innegabile, che la debolezza e la povertà dei mercati finanziari rendano necessario, in alcuni Paesi, un limitato ricorso ai capitali propri, le cui emissioni possano venire assorbite a fatica ed in misura contenuta, di conseguenza si rende inevitabile un largo ricorso all'indebitamento bancario, peraltro, la difficoltà di ottenimento di credito a medio/lungo termine costringe le aziende ad un abnorme ricorso al credito a breve. Le strutture finanziarie, anche di imprese sane, nascono e si sviluppano secondo schemi che risentono di tali condizioni ambientali, si manifestano in tal modo, rispetto ad imprese concorrenti di altri Paesi che operano in un contesto più favorevole.

Lo squilibrio finanziario spesso si associa ad un altro tipo di squilibrio che possiamo chiamare "patrimoniale". Esso consiste nella scarsità di mezzi vincolati all'azienda a titolo di capitale e di riserve rispetto ad altre componenti della situazione patrimoniale e della situazione economica. La scarsità di mezzi propri espone più intensamente l'impresa al rischio di declino e di crisi, a parità di altre condizioni, in quanto essa ha poche risorse da apporre alle perdite che si producono. Un'impresa dotata di capitale e di riserve può assorbire con disinvoltura anche perdite di un certo rilievo, senza che l'impovertimento che ne deriva giunga al punto di compromettere il necessario equilibrio tra attività e passività. Da ciò l'ovvia conclusione che le imprese patrimonialmente squilibrate possono rapidamente passare dallo stadio delle perdite a quelli dell'insolvenza e del dissesto. L'elemento patrimoniale svolge un duplice ruolo: nelle *fasi iniziali del declino*, la debolezza patrimoniale appare come una componente delle difficoltà e degli squilibri finanziari. accresce, infatti, l'entità degli oneri finanziari, per la scarsità delle garanzie offerte ai creditori; nelle *fasi ulteriori*, come si è detto, è condizione essenziale per resistere al declino o alla crisi, cioè alle perdite che ne derivano.

### 1.5.1 Diagnosi d'insolvenza

Lo z-score di Altman è un sistema di previsione dell'insolvenza di un'impresa e nella sua versione ufficiale è stato testato su numerose imprese in condizioni di crisi.

L'indice di Altman consiste in una funzione lineare costituita da cinque grandezze, ognuna delle quali moltiplicata per una costante. La formula si presenta così:

$$1.2 \times X1 + 1.4 \times X2 + 3.30 \times X3 + 0.60 \times X4 + 1.05 \times X5$$

Dove:

X1= capitale circolante netto/attivo netto;

X2= patrimonio netto/attivo netto;

X3= reddito operativo/attivo netto;

X4= patrimonio netto/debiti totali;

X5= vendite/attivo totale;

Valori della funzione.

- Superiori a 2,99 consentono la sopravvivenza dell'impresa;
- Inferiori a 1,81 denotano lo stato di crisi o, a seconda della misura dell'indice, lo stato di insolvenza;
- Compresi tra 1,81 e 2,99 non consentono di trarre previsioni certe, collocandosi l'impresa in una fascia d'incertezza della previsione.

Graficamente.

Z < 1,81	1,81 < Z < 2,99	Z > 2,99
Rischio insolvenza	Zona di indecisione	Rischio nullo

Per una concreta applicazione alla teoria fin qui illustrata, si applicherà il modello dello Z-score al Gruppo Risanamento, il quale darà interessanti valutazioni e "campanelli d'allarme" manifestati negli anni precedenti.

	2005	2006	2007	2008
X1	0,4415758	0,3271241	0,382925	0,5499373
X2	0,2340484	0,1776351	0,1190377	0,0338041
X3	0,0847300	0,0296524	0,01169601	-0,0221972
X4	0,3109305	0,2193606	0,1413657	0,0356333
X5	0,3296003	0,0814669	0,0493896	0,0356333
<b>Z-score</b>	<b>1,66</b>	<b>0,95</b>	<b>0,80</b>	<b>0,69</b>

Secondo quanto detto in precedenza, il valore dello Z-score va scemando dal 2005 al 2008, sintomo di una situazione di insolvenza-dissesto già maturata. Il crescente depauperamento del patrimonio netto e della riduzione dei ricavi hanno portato il gruppo Risanamento nella situazione precaria in cui versa tutt'oggi.

E' inopinabile che tale modello non abbia funzioni diagnostiche d'insolvenza per tutti i tipi di impresa, ma può dare linee guida di valori sotto cui è auspicabile non sotto valicare. Sostituendo il valore delle grandezze nelle formula dello Z-score si ottengono risultati ragguardevoli. I valori ottenuti sin dal 2006 destavano particolare attenzione, portando secondo tale modello ad ipotizzare fin da subito interventi tempestivi. In situazioni di questo tipo, dove la voce delle "passività finanziarie totali" assume una posta di bilancio preponderante, erano auspicabili azioni d'intervento in grado da poter tamponare l'avvento delle insolvenze sin dal 2006. Ma come verrà analizzato successivamente, vi è una tendenza comune delle imprese e soprattutto degli imprenditori ad avere una fin troppo visione ottimistica e ad una negazione di "possibili" situazioni di crisi.

## **Capitolo 2    IL PROCESSO DI TURNAROUND**

### **2.1. Il declino e la crisi delle imprese**

Generalmente la vita delle imprese è caratterizzata da un'alternanza di periodi di grandi successi ma anche di insuccessi.

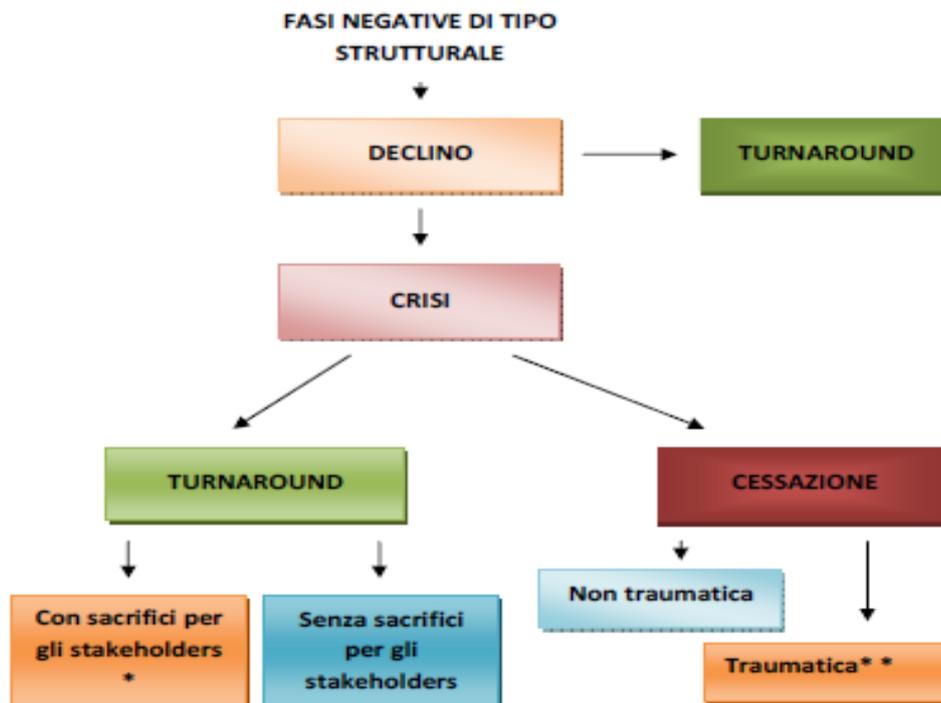
Questo può avvenire con una certa ciclicità e l'aspetto peculiare è la capacità di sapersi preparare per tempo ai periodi poco favorevoli. Il mercato funge come un selezionatore darwiniano, il quale premia le imprese in grado di sopravvivere nei periodi di crisi ed eliminando quelle che non sono state in grado di attuare provvedimenti al fine di migliorare la proprio situazione patrimoniale/finanziaria/aziendale.

L'alternanza di successi e insuccessi, può andare oltre la ciclicità, tutte le imprese ne sono toccate , anche se in misura diversa, indipendentemente da prevedibili alternanze cicliche. Spesso quando ciò avviene genera un senso di "stupore", poichè le cause dell'insuccesso, maturate in un periodo più o meno lungo, all'interno dell'azienda , sono rimaste per molto tempo latenti fino ad esplodere improvvise e inattese. Si parla in questo caso di *fasi negative di tipo strutturale*.

L'avvicinarsi delle fasi negative è sempre preceduta da dei sintomi premonitori verso i quali tradizionalmente gli imprenditori e manager sono riluttanti a prendere consapevolezza e soprattutto a trarne le necessarie e spesso urgenti conseguenze. In tali contesti la crisi si manifesta con modalità più o meno individuabili e misurabili, trapela all'esterno con varia intensità toccando tutti gli stakeholders o parte di essi.

La crisi non sopraggiunge, qualora il management attui tempestivamente azioni reattive che portano dopo qualche tempo, all'arresto del declino ed alla ripresa fino alla normalizzazione ed al recupero dello slancio di progresso e di creazione di nuovo valore.

Il grafico, qui di seguito, mostra le possibili linee di evoluzione delle fasi negative di tipo strutturale.



• con possibile ricorso alle procedure concorsuali

\*\* con necessario ricorso alle procedure giudiziario o sotto il controllo della pubblica amministrazione

a) *il declino* che può tradursi in un recupero (*turnaround*) senza passare attraverso le fasi della crisi;

b) in alternativa il declino si traduce in una vera e propria *crisi*. Da cui può uscire o non uscire.

c) Situazioni del primo caso necessitano processi di turnaround, che può avvenire con varie modalità, ma soprattutto con la richiesta o meno di un sacrificio agli stakeholders. Il *turnaround* con richiesta di sacrifici può anche prevedere il passaggio attraverso procedure giudiziarie, ma ciò non è affatto necessario se gli stakeholders concordano i sacrifici da sopportare.

d) Nel secondo caso si verifica la cessazione dell'impresa che può realizzarsi con forme non traumatiche, quali la liquidazione volontaria (anche se i sacrifici per alcuni stakeholders sono inevitabili) oppure in forme traumatiche (fallimento; Concordato preventivo; formule similari di liquidazione controllata dalla pubblica amministrazione).

Con l'espressione stakeholders si fa riferimento a tutti coloro che in varie forme portano "interesse" alla vita dell'impresa. I portatori di interesse in senso stretto comprendono: i detentori del capitale di rischio; i manager; i dipendenti; le banche; le Istituzioni finanziarie; i fornitori; i clienti. In senso lato: il mercato finanziario; le Istituzioni governative; la Pubblica Amministrazione.

### 2.1.1 Le azioni di intervento

Le crisi aziendali possono essere fronteggiate con modalità e mezzi differenti in ciascuno degli stadi e in funzione del caso specifico. È possibile tuttavia individuare quattro tipologie ricorrenti di intervento in base alle quali il risanamento può essere realizzato:

a) *per via di ristrutturazione*: perseguendo tipicamente il miglioramento dell'efficienza dei fattori produttivi essenziali (personale impianti, macchinari), dell'incidenza dei costi fissi di struttura, dell'assetto finanziario e patrimoniale;

b) *per via di riconversione*: quando l'aspetto dominante è la ricerca di nuove combinazioni produttive/mercati e dunque si fonda essenzialmente sull'innovazione sia tecnologica sia di marketing. Il trasferimento delle risorse disponibili verso nuovi settori e il graduale abbandono dei vecchi ne è l'aspetto più evidente;

c) *per di ridimensionamento*: quando il momento essenziale dell'intervento è nel senso di una sostanziale modifica delle dimensioni. Questo tipo di risanamento trova applicazione prevalentemente nelle crisi che hanno all'origine fenomeni di sovra capacità produttiva, indotti da errori di previsione, da cadute della domanda globale o da squilibri provocati dalla concorrenza internazionale.

È sicuramente una delle forme più traumatiche di risanamento, causati dai drastici tagli del personale che impone;

d) *per via di riorganizzazione*: quando il punto essenziale dell'intervento attiene aspetti organizzativi: definizione di aree di responsabilità, predisposizione di migliori controlli, circolazione efficace delle informazioni, nuovi assetti della produzione e della ricerca, nuovi metodi di vendita, miglioramenti della gestione strategica.

I piani di risanamento generalmente investono contemporaneamente più aspetti citati e/o richiedono soluzioni disegnate su misura.

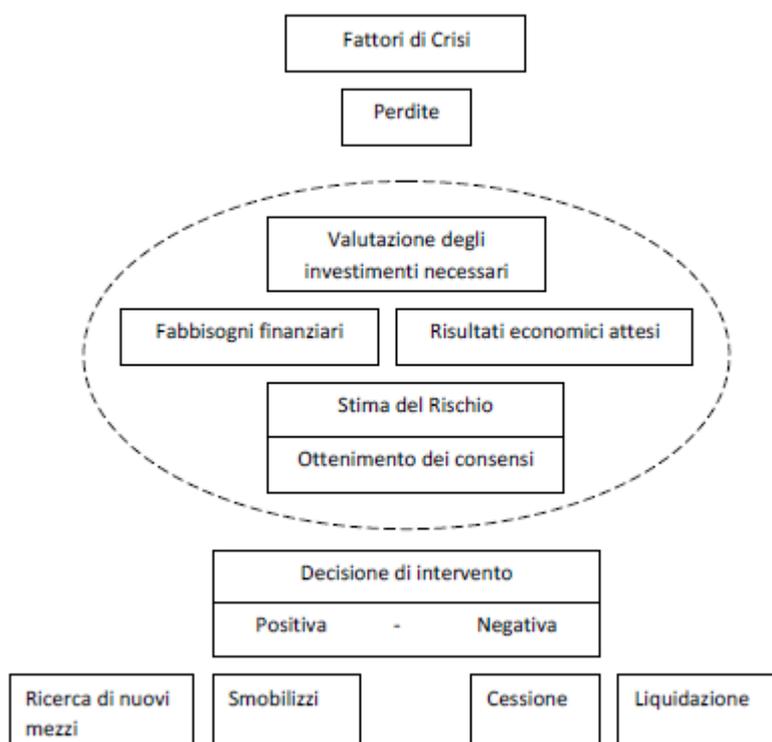
### 2.1.2 La gestione delle perdite: intervento o cessione/liquidazione?

In fase avanzata, lo stato di crisi si palesa in tutta la sua evidenza anche all'esterno, con una intensità direttamente correlata alla dimensione e alle caratteristiche delle perdite subite.

In base al valore attribuito alle perdite si pone l'azienda di fronte ad un bivio: fronteggiare le perdite utilizzando la via del risanamento o avviare un processo di cessione/liquidazione.

Le perdite possono presentare significati profondamente diversi e pertanto vanno attentamente analizzate. L'analisi delle perdite è un giudizio complesso basato sui seguenti aspetti fondamentali.

- 1) intensità della stessa;
- 2) andamento storico ed eventuale tendenza;
- 3) struttura dei margini;
- 4) confronto tra perdite apparenti e reali;
- 5) conseguenze a livello finanziario.



Fonte: Guatri L., *Crisi e risanamento delle imprese*

Adottare la via del risanamento significa confrontarsi anche con il fattore tempo: occorre valutare lo stato attuale dell'azienda, individuare il percorso di risanamento più adatto considerando il rischio e la probabilità di ottenere dei risultati, coinvolgere il management preesistente o di nuova assunzione, ottenere il consenso di coloro che sono chiamati a sopportare dei sacrifici (azionisti, banche o creditori) e ricercare nuove risorse finanziarie.

Diversamente, invece, intraprendere un'operazione di cessione o di liquidazione dell'azienda significa, nelle condizioni di perdita in cui l'azienda opera, andare incontro ad una sensibile decurtazione del valore realizzabile rispetto al valore patrimoniale investito (tecnicamente attraverso la stima di un badwill). Peraltro la cessione di aziende in perdita è spesso assai ardua ed avviene a condizione di netto sfavore per il cedente, la cui forza contrattuale è limitata e talvolta nulla. La cessione, dunque, è una soluzione prioritaria solo quando l'intervento di risanamento è stato escluso o si è palesato impossibile.

La cessione comporta pesanti sacrifici in termini di realizzo delle attività, molti valori attivi perdono gran parte dei loro contenuti, in quanto finalizzati all'utilizzo in quell'impresa (magazzino, crediti). Solo per i beni adattabili ad altre attività (beni immobili, ed impianti generici, macchine agevolmente trasferibili) si può in sostanza conservare una parte apprezzabile del valore di funzionamento. A fronte dell'attivo che si riduce di valore e diviene di difficile realizzo, le passività (debiti, fornitori) esigono di essere sollecitate onorate.

Esistono inoltre pesanti vincoli di natura sociale, in considerazione dei quali la decisione di cessare l'attività di un'azienda industriale viene sottoposta a dura opposizione. Il che si traduce in rilevanti costi supplementari, in connessione al prolungamento dell'attività produttiva nel tempo, per rendere graduale il processo di smobilizzo e meno traumatico l'esodo del personale esuberante.

Per tali motivi alla gestione liquidatoria viene, non di rado preferita la cessione dell'azienda, in quanto la liquidazione è preferita solo quando il prezzo di cessione risulta chiaramente inferiore rispetto al suo risultato finale.

### **2.1.3 Le azioni di intervento in condizioni di insolvenza o dissesto finanziario**

Processi di salvataggio e di rilancio di aziende cadute in stato di insolvenza, o addirittura di dissesto, presentano difficoltà ed incertezze massime.

Ciò in quanto l'insolvenza, quando pure sia giudicata transitoria e rimediabile, comporta pesanti e spesso insopportabili conseguenze quali: perdita del credito, disfacimento dell'immagine, e della credibilità, cadute di efficienza graduale, smembramento della forza lavoro. In questo stato l'intervento risulta tanto urgente quanto limitato in termini di strumenti e possibilità.

Si può distinguere tra due condizioni di insolvenza: si parla di un'insolvenza temporanea, caratterizzata da reversibilità, e di un'insolvenza definitiva, chiamata dissesto. Entrambe sono caratterizzate da una comune circostanza: l'inefficienza dell'azienda a soddisfare con regolarità le proprie obbligazioni.

Affinché l'insolvenza sia giudicata temporanea, occorre che lo squilibrio finanziario sia ottenuto da due essenziali condizioni: la permanenza di un residuo equilibrio patrimoniale dell'azienda (capitale netto positivo); la presenza di prospettive economiche favorevoli, anche a seguito di interventi di ristrutturazione e rilancio.

La prima condizione indica che l'azienda è ancora in grado di sopportare il rischio legato all'attività di recupero, mettendo a disposizione parte rimanente del capitale, senza gravare sui creditori. Inizialmente, infatti ai creditori viene richiesto solo il rinvio dei termini d'incasso dei loro crediti.

La seconda condizione ha un duplice significato. Innanzitutto, senza il recupero dell'equilibrio economico, è da escludere la possibilità di un recupero dell'equilibrio finanziario. In secondo luogo,

l'attesa ragionevole di un futuro equilibrio economico è spesso elemento necessario per affermare un residuo valore del capitale netto. Quando l'insolvenza non è rimediabile, e diventa definitiva (dissesto), i creditori hanno la certezza pratica che i loro crediti sono in parte già compromessi, salvo la graduatoria in funzione dei privilegi, e che ogni tentativo di recupero o di risanamento, in alternativa all'ipotesi liquidatoria, è compiuta a loro rischio ed a loro spese.

Sia l'insolvenza che il dissesto presentano l'alternativa tra la continuazione dell'attività aziendale (in tutto o almeno in parte) e la cessazione, con conseguente liquidazione dell'azienda.

Alcuni rilevanti valori dell'attivo, infatti, non possono essere stimati sul piano puramente patrimoniale (in funzione dei costi di ricostruzione o di recupero); occorre dimostrare la possibilità del loro successivo conveniente utilizzo in senso economico (capacità di sopportare i futuri ammortamenti, di realizzare i valori senza perdite, ecc.), diversamente, dai valori di funzionamento si passa ai valori di liquidazione.

La continuazione dell'attività ha come fine il risanamento dell'azienda o di sue parti (divisioni, settori, singole unità produttive) ed ha come premessa la definizione di un adeguato piano di risanamento. Quest'ultimo è la risposta, tradotta in termini operativi, al problema di come risolvere momentanei o molto spesso irreversibili situazioni di crisi.

Il tentativo di risanamento di un'impresa in stato di insolvenza può concretamente essere affrontato in varie forme.

a) mediante il regolamento consensuale del passivo: consolidamenti, (accordi con i creditori, intesi al rinvio delle scadenze dei debiti) e concordati stragiudiziali (accordi coi creditori che prevedono decurtazioni all'importo dei crediti);

b) mediante procedure definite e disciplinate dalla legge: amministrazione controllata, amministrazione straordinaria, concordato preventivo.

Alcune delle forme d'intervento elencate, riguardano stati di insolvenza temporanea (consolidamenti, amministrazione controllata); mentre le altre si riferiscono necessariamente o prevalentemente a stati di insolvenza definitivi, ossia veri e propri dissesti (concordati stragiudiziali, amministrazione straordinaria, concordato preventivo).

## 2.2 Il processo di Turnaround

L'espressione *turnaround* è un termine anglosassone letteralmente non traducibile, usato per rappresentare tutti i processi sistematici di risanamento e rilancio delle imprese, infatti con il termine *turnaround* si intende, nell'ambito aziendale, il piano di risanamento e di ristrutturazione profonda di una azienda in declino o crisi.

Il *turnaround* diventa una scelta obbligata in tutti questi casi in cui non si vuole perseguire la strada del disinvestimento.

Il *turnaround*, non è soltanto un risultato, vale a dire il ritorno a condizioni di profittabilità, oppure un complesso di azioni per fronteggiare il declino di performance di azienda, si tratta invece di un processo diretto a promuovere un cambiamento radicale dell'impresa, con lo scopo di restituire continuità al processo di creazione del valore. Si ha *turnaround* in tutte le situazioni nelle quali si richiede all'impresa un cambiamento radicale delle sue strategie, dei suoi modelli di comportamento, della sua organizzazione, della sua cultura, dei suoi processi.

Occorre, quindi, domandarsi cosa induce il management all'avvio di una strategia di turnaround? E quali sono le imprese che la adottano?

In genere si tratta di organizzazioni che hanno perso il loro vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza e che contemporaneamente si trovano a competere in un ambiente sfavorevole (ad esempio cause di forze politiche, sociali o economiche contrarie).

Le alternative sono più di una. Si può scegliere di attendere tempi migliori (ad esempio cambiamenti favorevoli nell'ambiente esterno), si possono liquidare una o più attività, o si può tentare una ristrutturazione, un *turnaround*. Spesso il management per recuperare la posizione perduta si indebita, peggiorando ancora di più la situazione finanziaria.

Il *turnaround* si fonda su due momenti, il primo volto a porre termine alle cause, ove possibile, che hanno portato al declino o alla crisi d'azienda, e in secondo luogo al perseguimento di un piano di recupero di redditività.

L'espressione *turnaround*, indica il porre in essere attività e strategie per risolvere le fasi di declino e di crisi che, coinvolgono naturalmente la gestione e l'organizzazione. Qui di seguito alcune caratteristiche fondamentali.

- si tratta di cambiamenti molto spesso improvvisi e urgenti decisi con una certa rapidità;
- di cambiamenti sollecitati e molto spesso resi necessari da situazioni difficili dove frequentemente è messo in dubbio la stessa sopravvivenza dell'impresa;

- di cambiamenti importanti e alle volte addirittura radicali e traumatici, che investono non solo le strategie ma anche gli assetti proprietari dell'impresa;
- di cambiamenti che coinvolgono tutti gli stakeholders, a molti dei quali sono richiesti impegni e sacrifici, che spaziano dalla rinuncia a parte dei loro interessi (crediti), fino al sostenimento del progetto con l'immissione di nuove risorse;
- si tratta infine di cambiamenti disegnati e coordinati per la realizzazione di un obiettivo, quale il ritorno dell'impresa all'equilibrio, alla redditività, allo sviluppo ulteriore, vale a dire ad una vita normale e proiettata sul lungo termine.

Il *turnaround* può partire dalla fase di declino o dalla fase di crisi.

A seconda della fase in cui ha inizio il *turnaround*, siamo in presenza di differenti condizioni di tensione e soprattutto di credibilità, ma in entrambi i casi esso si sviluppa attraverso alcune fasi tipiche. Le difficoltà da superare sono generalmente importanti in ogni caso, però le due situazioni differiscono soprattutto in relazione alle trattative con gli stakeholders.

Ovviamente gli interventi risanatori più tardano più diventano complessi, richiedendo misure drastiche e riducendo le probabilità di esito positivo. Inoltre va aggiunto che quando il risanamento parte da una condizione di crisi, dove ormai la fiducia nell'impresa e nei suoi esponenti più rappresentativi e profondamente intaccata, ogni operazione orientata al risanamento avviene in un ambiente dove è molto difficile un recupero della situazione e della credibilità.

Non sono solo differenti le condizioni di fatto in cui il recupero ha inizio, ma è differente lo stato psicologico con cui gli stakeholders affrontano la situazione ed esaminano i programmi a loro sottoposti.

Lo stesso *turnaround* da declino assume connotati differenti a seconda che il declino dipenda in prevalenza da condizioni esterne o da fatti interni legati ad errori manageriali. Tutte le imprese sono sottoposte ad un rischio di declino e qualche volta può accadere, anche se solo nella minoranza dei casi che questo declino sia maturato per effetto di eventi esterni sostanzialmente non controllabili. Sono situazioni tipiche di settori maturi con capacità produttive eccedenti, o soggette a spinte concorrenziali che provengono da ogni lato per la mancanza di barriere all'entrata. In questi casi molte imprese vengono travolte e quelle che resistono non hanno vita facile per lunghi periodi; nonostante il declino sia stato intuito e controllato dal management con idonee iniziative, queste cessano di creare valore, ed anzi ne perdono in misure sostanziali.

Per distinguere il declino che ha origine da fatti esterni da quello che invece origina da fatti di tipo interno, questo ultimo sarà indicato con l'espressione «declino controllato». Questa distinzione assume

una certa importanza sotto diversi aspetti, ma soprattutto in merito alle decisioni che devono essere assunte da chi guida le operazioni di *turnaround*.

Indipendentemente dal punto in cui ha inizio il processo di risanamento si può ipotizzare che ogni operazione di *turnaround* segua un percorso ideale, rappresentato dalla successione degli accertamenti e degli interventi che devono essere messi in atto per il recupero dell'impresa. Si distinguono in questo percorso alcune fasi, momenti o stadi, in modo da dare un ordine logico alla successione degli interventi che devono essere svolti in vista dell'obiettivo di recupero dell'impresa.

Il processo di turnaround viene diviso in genere in cinque stadi<sup>8</sup>:

1. Stadio del riconoscimento del declino e dell'adozione di una nuova leadership;
2. Stadio dell'analisi-valutazione;
3. Stadio della trattativa;
4. Stadio della normalizzazione;
5. Stadio del ritorno alla creazione del valore.

La durata che l'impresa prevede per ciascuna fase varia molto da caso a caso. L'impresa può anche portare avanti contemporaneamente due fasi.

La probabilità che il *turnaround* sia portato a termine con successo è in rapporto alla tempestività con cui si riescono ad individuare i problemi, a riconoscere la causa della crisi e realizzare un piano di intervento.

---

<sup>8</sup> Sulla base empirica gli operatori e i manager specialisti di *turnaround* attraverso il caso pratico costruiscono modelli dedotti solo dai casi vissuti senza valutarne la trasferibilità in altri contesti, dato che senza l'ispirazione della teoria non è possibile trarre significative generalizzazioni anche da un numero molto grande di dati empirici. Dall'altro lato ci sono i teorici anche se dotati di sicure capacità si muovono con difficoltà in un contesto molto complesso e variabile come quello del declino/risanamento delle imprese senza aver vissuto da vicino queste esperienze. In base a tutto ciò si evidenzia il significato limitativo e relativo che può assumere lo schema.

### 2.2.1 Il riconoscimento del declino e l'adozione di una nuova leadership

Ogni processo di risanamento di un'impresa inizia con il riconoscimento che questa è malata e che quindi si trova in una fase di declino o crisi. Si tratta di ammettere che il declino o la crisi esiste, che l'impresa è in una condizione negativa e grave, dove si presenta la necessità di impiegare tutte le forze disponibili per porne rimedio.

In questa fase è implicita l'ammissione che sicuramente sono stati compiuti degli errori. In genere nelle imprese guidate da manager questo si traduce in una quasi automatica necessità di sostituire il management o una parte di esso.

Le cause possono essere molteplici e molto spesso il management preesistente è il vero problema. Chiedere all'amministratore delegato in carica di abbandonare non è un passo facile da intraprendere, ma una volta appurato che il management è all'origine (in tutto o in parte) della crisi e che non sarà in grado di risolverlo non rimane altra scelta.

Inoltre occorre tener presente che molti dei manager in carica quando subentra la crisi hanno ormai perso credibilità sia nei confronti dei collaboratori che verso l'esterno (azionisti, fornitori, clienti, banche, opinione pubblica). Per tale ragione non godono più della fiducia necessaria per portare l'impresa fuori dalla crisi. Avrebbero difficoltà a negoziare con i fornitori o a proporre con successo un aumento di capitale agli azionisti.

Alla base di un serio programma di *turnaround* c'è la necessità di un'analisi obiettiva delle cause del declino o crisi, e tra i possibili rimedi rientrano profondi interventi sul personale e sui criteri di gestione, ma difficilmente i manager potranno portare a termine la fase, quasi inevitabile, dei licenziamenti, sia perché sono stati essi stessi la causa del problema, sia perché non sempre presentano le condizioni psicologiche di distacco che la situazione esige.

Nel caso in cui si decida di cambiare il top manager, occorre trovare la persona giusta, la si può cercare fuori dall'impresa, ma non sempre è necessario.

Nelle grandi organizzazioni, (difficilmente nelle piccole) è possibile individuare manager che hanno gestito bene la propria divisione, che conoscono il business e che hanno le capacità e le qualità del leader. Occorre essere certi che la persona in questione non sia stata coinvolta negli errori del passato e che non abbia perso di credibilità.

Dall'altro lato, però, un manager esterno che goda di buona reputazione può valutare i problemi con maggiore obiettività, non avendo legami con gli altri collaboratori dell'impresa e può adottare con minore difficoltà misure anche drastiche per risanare la situazione.

## 2.2.2 Dall'analisi - valutazione al Piano di Turnaround

I soggetti preposti al processo di *turnaround*, sotto la pressione del tempo, raccolgono dati disponibili, individuano le cause della crisi, formulano una diagnosi, tracciano un piano di azione i cui contenuti dipendono dalla gravità della situazione, ma in genere si prevede una fase di interventi di emergenza, una di ricerca della stabilità e una di ritorno allo sviluppo.

L'obiettivo di tale fase è capire quali sono le chance dell'impresa di portare a termine con successo una strategia di *turnaround*. Se la valutazione risulta negativa occorre preparare un piano di sopravvivenza concernente cessioni di attività, liquidazione o istanze di fallimento.

Valutazioni positive, invece, comportano la redazione di un vero e proprio piano di *turnaround*.

Il secondo stadio del *turnaround* consiste, quindi, nell'analisi della situazione patrimoniale/finanziaria e della valutazione di tutte le sue componenti.

Si tratta del punto di arrivo di un lavoro molto complesso che comprende:

- identificazione delle ragioni del declino e della posizione dell'impresa;
- la misura delle perdite subite e l'analisi delle loro caratteristiche (perdite reddituali e perdite di valore economico);
- l'accertamento di una situazione patrimoniale di partenza;
- l'individuazione dei provvedimenti e degli interventi da assumere nei vari campi per rimuovere gradualmente i fattori di declino e per avviare l'impresa sulla strada della ripresa;
- la precisazione dei sacrifici eventualmente da richiedere agli stakeholders;
- la proiezione nel breve e nel medio termine dei risultati ottenibili a seguito degli interventi e dei sacrifici richiesti, per valutare come potrà svilupparsi nel tempo l'eventuale ripresa.

### A. Identificazione delle fasi del declino

Si tratta di un'analisi non sempre agevole, ma necessaria per il progetto di risanamento che ha inizio con il tentativo di eliminare le ragioni del declino, si stabilisce quali ne sono state le cause e con quale peso esse abbiano operato.

L'analisi delle cause del declino comporta anche una rappresentazione dei principali aspetti della posizione dell'impresa nel settore e quindi dei suoi punti di forza e di debolezza rispetto ai concorrenti nazionali e internazionali.

Nei gruppi d'impreses complesse tale analisi deve essere condotta a livello globale, ma anche a livello di aree di attività e alle volte sino a livello di singolo prodotto.

Gli effetti della crisi colpiscono inevitabilmente i risultati economici che si tramutano in perdite di valore.

Facendo riferimento alla manifestazione dei risultati negativi di periodo, le perdite tendono ad esplodere nell'anno in cui lo stato di declino o crisi si fa esplicito. Analizzando la storia di una più o meno lunga fase di declino viene messo in evidenza che spesso per alcuni anni si possano susseguire dei risultati modesti o perdite di piccola entità che poi subiscono un' improvvisa e apparentemente inspiegabile accelerazione nell'ultimo anno. Questo è dovuto al precipitare della situazione, che da origine a nuove perdite reali, ma anche all'agire congiunto di componenti negative straordinarie.

### **B. La misura delle perdite subite e l'analisi delle loro caratteristiche**

Nell'esprimere un giudizio sulla recuperabilità dell'impresa e quindi sulla fattibilità del *turnaround* la definizione del livello e della qualità delle perdite storiche subite assume un ruolo fondamentale. Si tratta di fare un'analisi delle perdite dandone un giudizio complessivo che comprende i seguenti aspetti.

a) *Intensità*. E' il primo indicatore della possibilità o impossibilità di mettere in atto il *turnaround*. Si possono individuare dei livelli di intensità della perdita che indicano dei punti di non ritorno, al di là dei quali è escluso in base a dati di esperienza ovvero altamente improbabile che un'azienda possa essere risanata.

Per esprimere tale giudizio si fa ricorso ad una misura relativa della perdita che è espressa all'incidenza che questa ha sul fatturato ( % delle vendite del periodo).

Quando tale rapporto esprime una perdita dell'1-2% sul fatturato questa può essere definita lieve nella maggioranza delle imprese, una perdita del 2-5% è giudicata pesante, dal 5-10% invece la perdita è vista come grave, oltre il 10% gravissima. Salvo casi eccezionali le possibilità di recupero sono scarse nei casi di perdite gravi, ed eccezionali nei casi di perdite gravissime. Si fa riferimento alle perdite normalizzate.

b) *Andamento storico ed eventuale tendenza*. Non interessa la sola perdita che fa riferimento ad un dato esercizio e che può rappresentare un fatto periodico e non di molto significato, ma l'attenzione va rivolta alla ripetizione e alla tendenza delle perdite. La ripetizione delle perdite, vale a dire la loro persistenza, è un segno evidente della presenza di cause di declino o di crisi. Se le perdite sono crescenti e in questo senso si delinea una definita tendenza, siamo in una situazione dove le cause sono in una chiara via di aggravamento. In questo caso senza pronti e radicali interventi correttivi l'impresa è rapidamente avviata verso gravi difficoltà.

c) *Struttura*. Una fase molto importante dell'analisi è l'accertamento dell'esistenza di un margine operativo lordo, cioè di un risultato economico positivo, prima del conteggio nel risultato complessivo degli ammortamenti, degli oneri finanziari e di eventuali componenti di reddito straordinari (positivi e negativi). Se il recupero ed il conseguente rilancio deve ripartire dall'attività caratteristica dell'azienda è bene valutare l'andamento storico e le potenzialità della stessa, senza considerare le altre aree (finanziaria, straordinaria) dell'impresa. Questo obiettivo deve essere raggiunto cercando di eliminare tutte quelle manovre e politiche di bilancio, utili fiscalmente, ma che tendono a travisare la realtà (primi fra tutti gli ammortamenti).

d) *Apparenza e realtà*. Ci sono delle situazioni in cui le perdite apparenti dei bilanci possono risultare ridotte o accentuate rispetto alle perdite di effettiva competenza del periodo. Il riferimento ai bilanci fa sì che i risultati siano inevitabilmente condizionati dalla soggettività dei criteri e dalle politiche adottate. E' frequente che imprese in perdita ricorrano a pratiche di bilancio, sempre nel rispetto delle norme, che mirano al contenimento dei risultati negativi. In base a ciò possono sussistere delle differenze anche rilevanti tra perdite enunciate e perdite di effettiva competenza.

e) *Conseguenze finanziarie*. Occorre rivolgere l'attenzione alle conseguenze finanziarie delle perdite. La situazione di redditività negativa diviene tanto più preoccupante quanto più essa risulta essere maggiore rispetto alle risorse finanziarie di cui dispone l'azienda, ivi compreso l'autofinanziamento indiretto (generato dagli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto, per gli ammortamenti, per rischi, ecc.). Il declino di un'impresa è legato all'andamento sempre crescente dei risultati negativi di periodo e quindi al verificarsi delle perdite, e allo stesso tempo è legato all'andamento negativo del valore del capitale economico. In sostanza il declino è connesso al peggioramento delle attese reddituali (o dei flussi di cassa) e dell'intensità dei rischi, che si ripercuotono sul tasso di attualizzazione o di capitalizzazione.

Il fenomeno della perdita di valore attira l'attenzione degli operatori sul fatto che siamo in presenza di fasi di declino significative non così pesanti da tradursi nell'immediato in crisi irreversibili che possono azzerare l'intero valore dell'impresa. Fin tanto che il declino è sotto controllo e non è incombente al punto tale da travolgere gran parte dell'attività aziendale, la perdita di valore rappresenta un indicatore assai significativo. Un'impresa (quotata o non) che nell'arco di 2-3 anni ha perso il 30-40% del proprio valore produce chiaramente una situazione di serio allarme, gli investitori si trovarono ad aver perso buona parte del loro investimento e le prospettive future, a meno che non vengano messi in atto seri correttivi, potrebbero rivelarsi altrettanto o maggiormente negative.

L'analisi delle perdite contabili rappresenta un aspetto importante del problema esaminato, sicuramente il più noto, ma le perdite di valore sono un elemento altrettanto importante, la cui conoscenza non è solo utile ma al contrario necessaria.

### **C. La situazione patrimoniale e il valore di partenza**

La fase dell'analisi-valutazione comprende anche la formazione di una Situazione Patrimoniale che rappresenta secondo l'ottica contabile il punto di partenza del processo di *turnaround*. Questa è necessaria per poter esprimere dei giudizi futuri sulla validità degli interventi realizzati, e come base per la misura dei risultati via via conseguiti. Non sarebbe possibile infatti esprimere dei giudizi e misure in mancanza di un chiaro e sicuro punto di riferimento iniziale.

La situazione patrimoniale non è utile a chiudere un ciclo di risultati negativi fornendone una misura delle conseguenze, ma anzi ad aprire un nuovo ciclo stabilendo chiari dati di partenza.

Gli obiettivi che si vogliono raggiungere in questa fase sono: a) la sicurezza e la prudenza del punto di partenza assunto; b) conservare la condizione di fiducia e di credibilità nei confronti degli stakeholder riconoscendo lo stato di declino o di crisi in cui versa la propria impresa.

Se il nuovo management vuole in tempi rapidi recuperare la credibilità, non deve mettersi in condizioni di peggiorare la comunicazione negativa iniziale. Questa deve essere unica e completa.

La situazione patrimoniale di partenza oltre che rappresentare un essenziale documento contabile deve anche essere inteso come un accertamento dei valori economici in tal momento. Il *turnaround* può essere interpretato come una difesa e una ricostituzione del valore dell'impresa, per cui in tal senso sia la situazione di partenza che la valutazione di partenza appaiono come dei punti di riferimento essenziali, soprattutto per le società non quotate che non hanno come punto di riferimento la quotazione azionaria. Accade però che nell'urgenza della realizzazione del Piano di risanamento, è possibile sorvolare sul valore di partenza, la cui definizione potrebbe essere laboriosa e richiedere dei tempi che mal si conciliano con i tempi ristretti della fase iniziale del turnaround. Ciò non toglie che tale valore possa essere in seguito, appena possibile, determinato.

#### D. Gli interventi progettati. Il piano

A conclusione della complessa fase di analisi-valutazione, è necessario, per il processo di *turnaround* formulare, per quanto sia possibile, delle proposte di intervento che devono essere sintetizzate nel Piano che esprime il vero e proprio progetto di soluzione delle difficoltà e del rilancio.

Alcune particolarità meritano tuttavia attenzione, infatti esso deve essere semplice, realistico, avere obiettivi misurabili e raggiungibili, deve essere frequentemente monitorato.

Il piano di *turnaround* deve avere alcune caratteristiche che ne migliorano l'efficacia<sup>9</sup>:

- La semplicità che si traduce anche in un numero limitato di pagine in cui il piano è illustrato.
- Il realismo, l'aderenza con il mercato, con la realtà, con le effettive possibilità dell'impresa in relazione al settore in cui compete.
- Il coinvolgimento di tutto il management sia nella preparazione del piano che nella sua attuazione.
- L'approfondimento dei punti di forza e dei punti di debolezza dell'impresa.
- Un obiettivo finale da raggiungere che indichi all'organizzazione la strada da percorrere e le finalità da perseguire.
- Una serie di obiettivi intermedi, di passi successivi da intraprendere. Gli obiettivi intermedi devono essere in qualche modo misurabili, quantificabili affinché il management possa rendersi conto, strada facendo, dei risultati ottenuti.
- Le principali strategie e le tattiche, le specifiche operazioni fondamentali per realizzare le strategie stesse.

È indispensabile non commettere errori nella fase di comunicazione del piano, il management deve essere coinvolto e la comunicazione deve risultare chiara per tutti, sia per i collaboratori interni che per gli altri stakeholders.

Chiarezza e misurabilità dei risultati sono regole valide per ogni piano che intenda porre in essere attività di ardua gestione.

Esistono varie categorie di interventi correttivi, vale a dire modalità prevalenti secondo le quali gli interventi possono essere distinti, per cui il risanamento può essere realizzato.

a) *per via di ristrutturazione*; quando avviene nell'ambito delle combinazioni prodotti/mercato, tradizionali e senza sostanziali variazioni dimensionali. In questo caso esso si realizza perseguendo tipicamente il miglioramento dell'efficienza dei fattori produttivi essenziali ( personale, impianti materiali, energie, ecc.), l'incidenza dei costi fissi di struttura, l'assetto finanziario/patrimoniale;

---

<sup>9</sup> Bibeault D.B., *op. cit.*, 1999, p. 233

b) *per via di riconversione*; quando l'aspetto dominante è la ricerca di nuove combinazioni prodotti/mercati e dunque si fonda sull'innovazione sia tecnologica sia di marketing. Si ha il trasferimento delle risorse disponibili, ferme restando le dimensioni, verso nuove aree e il graduale abbandono (totale o parziale) delle vecchie, dunque in tal caso questo è l'aspetto più evidente del risanamento;

c) *per via di ridimensionamento*; il momento essenziale dell'intervento è rappresentato da una sostanziale modifica delle dimensioni dell'impresa, in genere nel senso della riduzione. Questo tipo di risanamento trova applicazione prevalentemente nelle crisi che sono originate da fenomeni di sovra capacità produttiva, indotti da errori di previsione, da cadute della domanda globale per maturità o decadenza dei prodotti, da squilibri provocati dalla concorrenza internazionale. Si tratta di una delle più traumatiche forme di risanamento a causa dei drastici tagli del personale che essa impone.

d) *per via di riorganizzazione*; quando il punto essenziale dell'intervento riguarda gli aspetti organizzativi, come la definizione di aree di responsabilità, la predisposizione di migliori controlli, la circolazione più efficace delle informazioni, nuovi assetti della produzione e della ricerca, nuovi metodi e strumenti di vendita, miglioramenti della gestione strategica, una più efficace pianificazione.

I piani di *turnaround* in genere investono contemporaneamente più di uno di questi tipi di interventi, quindi si può parlare di prevalenza di un tipo di intervento correttivo su di un altro, ma raramente si può parlare di esclusiva.

E' molto importante che il piano, in ogni caso evidenzia la logica che lo ispira. Un piano è razionale, quando è ispirato da *principi fondati e condivisibili*, come ad esempio un corretto equilibrio nella distribuzione dei sacrifici tra gli stakeholders; se ha una propria *coerenza complessiva* e quindi contiene relazioni definite tra obiettivi chiaramente evidenziati, interventi proposti e loro costi, risultati attesi; se è *conveniente* nel senso che riesce a dimostrare l'utilità degli interventi proposti; se, infine ha una sufficiente *capacità di convinzione*, che deriva dalla ragionevolezza degli obiettivi e dalla chiarezza delle premesse, dei provvedimenti proposti, del collegamento tra tali provvedimenti e le conseguenze che ne vengono tratte in termini di miglioramenti dei flussi attesi.

Nell'esprimere un giudizio sull'opportunità e la convenienza del Piano di *turnaround* un punto da non trascurare assolutamente è quello di prendere in considerazione le alternative che di solito consistono nella cessione o nella liquidazione dell'impresa, il che nelle condizioni negative in cui si trova l'impresa significa inevitabilmente una sensibile decurtazione del valore realizzabile rispetto al valore patrimoniale investito.

Gli interventi proposti nel Piano di *turnaround* posso quindi essere visti come un mezzo per contenere la dimensione del badwill<sup>10</sup>, correndo il rischio di nuovi investimenti tesi a sollevare le condizioni di redditività.

Se l'intervento avrà successo, il badwill sarà in tutto o in parte annullato e l'azienda potrà riprendere il suo pieno valore, in caso contrario, anche il nuovo investimento sarà messo a repentaglio e andrà perduto.

Quindi il giudizio di convenienza ad intraprendere degli interventi giudicati appropriati investe congiuntamente il nuovo e il vecchio investimento. Il recupero dell'impresa a normali condizioni di redditività significa anche salvare il suo valore capitale, che nell'ipotesi di liquidazione o cessazione a cattive condizioni ne risulterebbe distrutto o comunque largamente compromesso.

Altro passaggio fondamentale è rappresentato dalla stima del rischio connesso all'operazione, dove valuta la probabilità che il piano predisposto possa essere puntualmente realizzato.

Secondo il parere di esperti operatori di *turnaround* internazionali si possono distinguere tre tipi di "Piano" soprattutto in condizione di crisi che esigono tempi diversi per essere predisposti e che guardano ad orizzonti differenti. Si distingue in tal caso:

1) *Piano di emergenza*, è tipico nelle condizioni di crisi, in cui l'unico scopo è di assicurare la sopravvivenza dell'impresa, ricercando in primo luogo un flusso di cassa positivo. Esso si ricollega perciò all'urgenza, di azioni immediate ed ha caratteristiche di semplicità, brevità, largamente fondate sull'intuito e all'esigenza di risultati immediati. Il tempo disponibile per la preparazione è molto breve e va dai 15 giorni ai tre mesi.

2) *Piano di stabilizzazione*, azione strategica volta a riportare l'impresa all'equilibrio economico. Il periodo di tempo in genere è inferiore all'anno, anche se talvolta può raggiungere i 2 anni.

3) *Piano di ritorno allo sviluppo (o Piano di rilancio)*, si estende normalmente su orizzonti temporali che vanno dai 2 ai 4 anni e ha come obiettivo quello di riportare l'impresa ad adeguati risultati, tra cui il ritorno alla creazione di valore, dopo un periodo negativo in cui tale crescita è cessata o più spesso ha lasciato il posto alla creazione di valore.

---

<sup>10</sup> L'avviamento negativo che si quantifica nell'operazione di cessione d'azienda quando il prezzo di cessione è fissato in misura inferiore al valore attribuibile contabilmente all'azienda ceduta. Le differenze di consolidamento negative che residuano dopo la svalutazione delle attività sopravvalutate.

Questa successione di Piani ha significato in presenza di gravi crisi, quando la fase iniziale del *turnaround* è rappresentata spesso dalla ricerca affannosa della salvezza. In situazioni simili l'azione immediata consente solo di prendere delle decisioni rapide e il piano è perciò di frequente condensato in poche pagine. Alle incompletezze, si rimedia gradualmente nelle fasi successive, quando i problemi vengono messi a fuoco in maniera più accorta. Nelle situazioni di declino questo triplice passaggio non è necessario; il Piano può essere un unico documento preparato nei tempi e secondo le modalità necessarie.

### **2.2.3 La trattativa**

Tanto più il piano di *turnaround* comporta dei sacrifici per gli stakeholders, tanto più la trattativa con ciascuna di queste categorie è impegnativa.

E' necessario in questo ambito fare una distinzione tra Piani che vogliono rimediare a fasi di declino e Piani che fronteggiano vere e proprie crisi. Nel primo caso gli stakeholders interessati sono, a parte il management che lo è sempre sia come protagonista che come oggetto del piano, gli azionisti e i dipendenti. Agli azionisti vengono spesso richiesti interventi di ricapitalizzazione come inizio del rilancio dell'impresa. La ricapitalizzazione può avvenire nei termini di un vero e proprio aumento di capitale oppure anche a mezzo di obbligazioni, di obbligazioni convertibili, dell'assunzione di impegni differenti come l'acquisizione di warrants.

In ogni caso agli azionisti è lasciato un calcolo di convenienza ad investire.

Solo per gli azionisti di controllo o che comunque hanno un peso determinante sulla gestione, può accadere che sia stimolata la loro adesione, mettendo in evidenza le possibili conseguenze negative che si potrebbero avere, soprattutto in termini di perdita di investimenti in essere, in caso di mancata adesione alle richieste formulate dal management incaricato di occuparsi del processo di *turnaround*.

Nel caso di collocamento al pubblico di azioni, il prezzo di emissione deve essere stabilito ad un livello tale da rendere conveniente la sottoscrizione, di conseguenza importanti sovrapprezzi sono quasi sempre esclusi e i prezzi tendono sempre ad avvicinarsi al nominale tanto più il passato declino è stato sensibile e quanto più incerta è la ripresa ed il rilancio che il Piano si propone di realizzare.

Il successo dell'aumento di capitale o di altre operazioni finanziarie progettate è spesso una premessa indispensabile per il rilancio.

I Piani che contengono interventi di varia natura alla ricerca di migliori condizioni di efficienza, dell'eliminazione di aree di perdita, della semplificazione o alleggerimento delle strutture, quasi sempre

impongono una complessa trattativa con le organizzazioni sindacali e i dipendenti, poiché spesso l'obiettivo di tali piani è la riduzione del personale, e in qualche caso ( in alcuni Paesi non è raro) la riduzione dei compensi a parità di ore di lavoro.

I sacrifici richiesti ai lavoratori hanno qualche probabilità di essere accetta se rispondono ad alcune caratteristiche, quali:

- di apparire in termini di occupazione come il male minore ed inevitabile, nel senso che le alternative sono interventi più dolorosi o addirittura il disfacimento dell'impresa;
- offrono la ragionevole tranquillità che le condizioni proposte come ad esempio la salvaguardia di un certo numero di posti di lavoro possano effettivamente essere mantenute in relazione alla credibilità del Piano formulato.
- di dimostrare con rigore la necessità dei sacrifici richiesti, anche con riguardo all'entità delle misure proposte e dei tempi di attuazione.
- di offrire parziali compensi o almeno di fare tutto il possibile in questo senso, per alleviare il sacrificio richiesto alle persone colpite dai provvedimenti di ristrutturazione.

La trattativa con le organizzazioni sindacali e con i lavoratori è un momento cruciale del processo di *turnaround*, senza la loro accettazione spesso non è possibile far partire ed attuare il Piano. Il confronto deve essere condotto con chiarezza e tempestività presentando la realtà dei fatti senza eccessi e senza generare false illusioni. Chiaramente in paesi in cui il mercato del lavoro è molto rigido e si hanno alti tassi di disoccupazione , le strutture aziendali sono resistenti ai cambiamenti e per raggiungere l'obiettivo preposto sono necessarie fasi di forte conflittualità.

Sono molti i casi nei diversi Paesi dove il declino aziendale si è trasformato in crisi a causa dell'irriducibile e prolungata opposizione sindacale ai rimedi proposti. Per evitare simili rischi il management deve affrontare le trattative col personale con il massimo della razionalità dell'impegno e della comprensione oltre a presentare un piano razionale e credibile.

#### 2.2.4. Gestire l'emergenza

Giunti tale fase, sono state individuate le ragioni che portano all'avvio del *turnaround*. Sul Piano è stato raggiunto un accordo del management che gestirà l'impresa nei prossimi mesi, dove azionisti e altri stakeholders sono stati coinvolti.

Le azioni da intraprendere dipendono dalla gravità della situazione. I fattori preponderanti sono i cash flow, mentre stipendi e fornitori da pagare impongono scelte rapide e incisive.

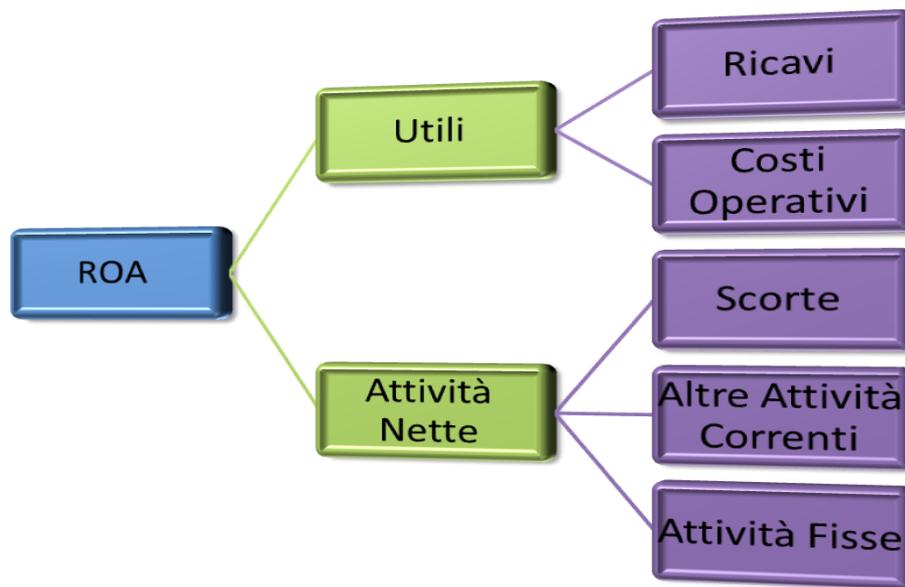
Nella fase di emergenza l'obiettivo a breve termine dell'impresa è la sopravvivenza, questo significa principalmente operare tagli per fermare l'emorragia di liquidità. Anche nel caso in cui la situazione non sia ancora gravissima, limitare le uscite di cassa è il primo criterio per conservare risorse finanziarie da utilizzare per scopi che possano rendere l'impresa più competitiva.

Occorre agire in fretta, anche in questa fase il morale dei collaboratori tende a diminuire. Ognuno si chiede quando i tagli arriveranno a coinvolgerlo.

Controllare il cash flow in una fase di emergenza significa ridurre al massimo le uscite ed massimizzare le entrate. Significa quindi limitare i pagamenti e incrementare gli incassi.

Generalmente la struttura dei costi di un'impresa in crisi è molto rigida e il rinvio di determinati pagamenti/uscite, quali salari e stipendi, risulta assai ardua. L'analisi in questa fase va oltre la valutazione dei costi e dei ricavi, si devono considerare i tempi di pagamenti e degli incassi. La gestione del cash flow diventa un elemento di importanza cruciale.

In genere la fase di emergenza è sempre confusa, pertanto anche in questo caso occorre uno schema di riferimento che dia ordine alle azioni da intraprendere. La formula e la scomposizione del ROA permette di individuare poste in bilancio marginali e non, dove l'analista sarà in grado di porre in essere azioni in grado di agire da un lato su voci del CE e dall'altro sulle attività di bilancio.



### Azioni sui ricavi

Agire sui ricavi significa aumentare i volumi e i prezzi, in tale fase però risulta assai difficile. Una alternativa è il contenimento del calo dei volumi. Le imprese che hanno eccesso di capacità operativa tentano di mantenere il livello dei ricavi o abbassando i prezzi oppure offrendo incentivi al credito (dilazioni di pagamento a costo zero o a costo basso), od inducendo gli intermediari ad accumulare scorte. I rischi di tale politiche sono evidentemente molto elevati.

Dato che aumentare i volumi è una politica attuabile in condizioni favorevoli di mercato, la manovra più frequente è la riduzione dei prezzi per stimolare la domanda, ma raramente riesce a generare volumi in grado di compensare i prezzi più bassi. Molto spesso la manovra fallisce e sottrae altre risorse alla ripresa.

Raramente è possibile aumentare i prezzi, la domanda è in calo, e spesso i prodotti delle altre imprese sono preferiti. Altrettanto ardua risulta nel breve periodo invertire la tendenza aumentando i prezzi, migliorando la qualità, l'immagine, i servizi, ma ciò richiede tempo e investimenti.

### Riduzione dei costi.

Ogni attività della catena del valore ha una propria struttura dei costi, ed un'eventuale riduzione può seriamente compromettere le capacità di recupero dell'impresa nell'ultima fase del processo di turnaround, ossia il rilancio e la normalizzazione del valore. Molte attività possono essere sospese senza

che nel breve termine emergano contraccolpi, a patto però che tali fermate non compromettano l'esito del turnaround. Formazione del personale, pubblicità, R&S, sono attività che comportano costi, tagliare tali costi significa portare nell'immediato beneficio al conto economico. Ex post, dall'altro lato, nella fase di recupero l'impresa dovrà disporre di personale preparato a nuovi metodi di gestione nel momento in cui cercherà di aumentare i prezzi, ma i clienti nel contempo avranno preferito concorrenti più efficaci nella comunicazione o in grado di proporre nuovi prodotti corrispondenti alle loro nuove esigenze. Si possono distinguere due tipi di azioni: una sul rapporto tra costi fissi e costi variabili, l'altra sui singoli elementi di costo. Si tratta di azioni tra loro complementari.

Nelle imprese in crisi i costi fissi risultano spesso troppo alti rispetto alle medie di settore, sono a volte la conseguenza di scelte prese in periodi di espansione, alimentate da elevata redditività e dalla presunzione che le tendenze possano continuare a lungo. La crisi arriva assieme al freno sulla domanda del settore o ne è la conseguenza. Calando i volumi di produzione e di vendita aumenta il peso dei costi fissi sulle singole unità prodotte, diviene imperativo quindi diminuirli. Costi fissi bassi in rapporto ai costi variabili significa anche maggiore flessibilità.

Le imprese che operano in settori maturi possono trovarsi in una trappola definita "la tirannia dei costi fissi", accettando costi come strutturali anche quando non contribuiscono allo sviluppo futuro. Quando la concorrenza diviene aggressiva, spesso non vengono tagliati i costi fissi, ma altri tipi di costi, dove il futuro può così essere seriamente minacciato. I ricavi non solo rallentano, ma così perdono il potenziale di crescita, ed il management cerca in una prima difesa il taglio dei costi operativi. Ciò nonostante i margini di utile scendono e l'impresa entra in una spirale che la trascina verso il basso, soltanto quando la crisi è profonda sorge l'incentivo a tagliare determinati costi fissi non essenziali.

Il secondo tipo di azioni è sui vari elementi di costo. Acquisti, lavoro, nuova configurazione dei prodotti o dei servizi, nuovi metodi di produrre e fonti di capitale sono i target principali di queste azioni.

La riduzione dei costi è un obiettivo che tutte le imprese hanno, non è quindi facile da raggiungere per quelle in crisi. Devono abbassare i costi non solo rispetto al passato, ma anche rispetto al comportamento posto in essere dai concorrenti.

Le imprese in crisi solitamente affrontano rivali che possiedono risorse, critiche di successo, e strutture organizzative e finanziarie consolidate. Quindi mentre da un lato i rivali investono risorse per migliorare la produttività, dall'altro lato l'impresa investe le proprie risorse volte al risanamento. Se la riduzione dei costi viene pianificata in maniera del tutto contraria alle esigenze dell'impresa, vale a dire senza tener conto dell'intera economia di quest'ultima, essa può rivelarsi un processo di autodistruzione, nel quale vengono eliminate attività altamente produttive assieme ad altre che non lo sono.

**Azioni sugli acquisti.** Target primario nella riduzione dei costi sono i fornitori. Anche negli acquisti, l'impresa in *turnaround* adotta sia azioni di breve termine (la più semplice è chiedere ai fornitori una riduzione della percentuale sui prezzi), sia azioni di lungo termine. Due sono le più frequenti: ridurre il numero dei fornitori e indurli a trasferire le produzioni in paesi a basso costo del lavoro.

**Azioni sul costo del lavoro.** È in genere il primo elemento di costo sul quale si concentrano le strategie di riduzione dei costi. In molti casi esistono possibilità di ridurre il costo del lavoro e aumentare la produttività (misurata in termini di produzione pro-capite). Anche in questo caso occorre valutare se e in che misura una riduzione dei costi del lavoro agisce negativamente sulla qualità del prodotto e del servizio. Quando si parla di riduzione del costo del lavoro si pensa quasi sempre all'attività produttiva, nella realtà non è così, anche nelle aree amministrative e di distribuzione si cercano economie di costo. Per tagliare il costo del lavoro le imprese ricorrono principalmente a quattro politiche.

a. Riduzione dell'organico (la più frequente).

b. Riduzione delle remunerazioni. Ridurre i costi del lavoro comporta un immediato beneficio sul conto economico. Altri interventi, come un'azione sui ricavi, sono più incerti nel risultato e danno un contributo non tempestivo.

c. Partecipazione del lavoro al capitale come contropartita al taglio della remunerazione. La tesi che i risultati economici di un'impresa migliorano se i dipendenti hanno partecipazioni nel capitale ha molti sostenitori ed è stata confermata da più di una ricerca. Se certe precondizioni sono rispettate la partecipazione migliora la produttività, gli utili, i prezzi delle azioni.

d. Intervento dello Stato (cassa integrazione in Italia). Il licenziamento o la riduzione dell'orario di lavoro sono i mezzi più rapidi di cui dispone il management per ridurre i costi di fronte ad un calo dei volumi di vendita. In tutti i Paesi industrializzati lo stato interviene con forme diverse di "ammortizzatori": cassa integrazione in Italia, sussidi in altri paesi. È anche un forma di soccorso per imprese in difficoltà ed evita perdite più gravi, a seguito della chiusura dell'impresa stessa.

**Gestione operativa.** Molti altri interventi possono generare cash flow e redditività: migliore controllo delle scorte, nuovi metodi di produzione, riduzione dei tempi di incasso dei crediti, affidare all'esterno produzioni e servizi.

L'obiettivo primario è la riduzione dei costi per acquisire flessibilità. Affidare all'esterno un'attività che può essere svolta internamente può costare di più, ma crea flessibilità.

- *Gestione delle scorte.* Uno dei metodi più efficaci per abbassare i costi è applicare il just in time (JIT) negli acquisti, nel controllo delle scorte, nella produzione, nella distribuzione e anche nelle consegne. L'obiettivo del JIT è mantenere basse le scorte della materie prime e delle parti componenti spingendole verso la misura strettamente necessaria. Di conseguenza riducendo il tempo di permanenza delle materie prime, semilavorati e prodotti finiti, più bassi saranno sia i tassi di interesse che dovrà sostenere l'impresa, sia i costi di gestione dei magazzini e dei materiali.
- *Gestione degli ordini.* Le imprese molto spesso accumulano scorte più alte del necessario in quanto i sistemi di controllo del magazzino evadono gli ordini non appena si raggiunge un determinato "livello di riordino". Tali procedure di acquisto devono essere attentamente ripianificate in fase di emergenza.

*Azioni su Ricerca & Sviluppo.* Se si accetta il principio che per uscire dalla crisi non è sufficiente ridurre i costi, ma occorre invertire le tendenze dei ricavi cercando eventualmente anche una nuova posizione nel mercato, allora è evidente che l'innovazione è insostituibile e la R&S ne è il motore.

*Oneri finanziari.* Due sono le principali politiche per ridurre il costo del ricorso ai prestiti. La prima consiste nel ridurre gli impieghi di capitale circolante e di capitale fisso. Abbassamento del livello delle scorte e minore concessione del credito (con azioni selettive, senza compromettere la competitività) sono le tecniche che senza ombra di dubbio incidono sulla riduzione del capitale circolante.

La riduzione del capitale fisso in genere ricorre al leasing e all'outsourcing allo scopo di limitare gli investimenti in impianti e macchinari.

La seconda politica consiste nel dare una nuova struttura al debito, negoziando ad esempio la sostituzione dei debiti a breve con debiti a lungo termine e conseguente riduzione dei tassi di interesse.

## Riallocazione delle attività di bilancio

### Attività fisse

Una prima azione sulle attività di bilancio mira a ridurre le attività fisse. Essa può assumere varie forme.

- a) vendita e lease-back<sup>11</sup>;
- b) ristrutturazione interna, ad esempio attraverso chiusura di unità operative (stabilimenti, punti vendita);
- c) disinvestimento di business unit o parte di esse.

**A) Vendita e lease-back.** La vendita di un'attività di bilancio (ad esempio un immobile) genera risorse finanziarie che possono essere destinate a ridurre l'indebitamento. Se l'attività è indispensabile per la continuità dell'impresa, un'opzione scelta di frequente è quella di riprenderla in leasing. Grava così sul conto economico per i costi relativi. Tale operazione comporta minori attività in bilancio e maggiori costi di esercizio. Un beneficio potrebbe emergere se questi ultimi fossero inferiori agli oneri finanziari corrispondenti al calo dei debiti.

**B) Ristrutturazione interna.** Nuovi metodi di produzione possono aumentare l'utilizzazione della capacità produttiva di determinati impianti e consentire la chiusura di altri. L'equivalente risultato si può ottenere dando in outsourcing la produzione di parti componenti. L'obiettivo di fondo non è solo quello di ridurre i costi generati dall'ammortamento, ma di ridurre la quota dei costi fissi sui costi totali.

**C) Disinvestimento.** La vendita di business unit o parte di esse è assai frequente. Se cedute senza ridurre l'efficienza, si tratterà senz'altro di una decisione di carattere puramente finanziario che porta vantaggi analoghi a quelli delle due forme precedenti. Se invece esistono strategie volte ad esempio allo scorporo o alla chiusura di una BU, si tratterà in realtà di una scelta puramente strategica che rientra nella fase di recupero.

---

<sup>11</sup> Il *lease-back* (o locazione finanziaria di ritorno) è un'operazione commerciale mediante la quale un'impresa commerciale o industriale vende un bene strumentale all'esercizio dell'attività d'impresa, spesso un immobile, a una società di *leasing*, che a sua volta concede in locazione finanziaria il bene all'impresa venditrice, con facoltà di riacquistare il bene venduto alla scadenza del contratto.

Ammesso che sia possibile separare BU strategiche, occorre comunque decidere cosa cedere. Nella fase di emergenza è il flusso di cash flow che funge da ago della bilancia. Le attività cedute devono coprire e rafforzare la situazione finanziaria in attesa di tempi migliori, dove l'imperativo è non alimentare il cash flow in futuro. Occorre d'altronde notare che la cessione di attività o di rami d'azienda, in situazioni di recessione, non sempre dal punto di vista del prezzo è favorevole per il cedente, a causa del modesto potere di negoziazione.

### **Attività correnti**

Le azioni sulle attività correnti mirano principalmente a migliorare il Capitale Circolante.

La situazione finanziaria nel breve termine è affidata principalmente alla gestione del Capitale Circolante, e quindi cassa, crediti commerciali, debiti verso fornitori e scorte. La tempestività di tali attività diviene l'imperativo categorico. È frequente che i tempi di fatturazione siano eccessivamente lunghi, e che altrettanto lunghi siano i tempi di incasso dei crediti. Anche dal lato dei fornitori una gestione più attenta dei tempi adeguandoli agli usi del settore o negoziando su nuove basi, può migliorare il cash flow.

Ovviamente sia sui clienti che sui fornitori le azioni devono essere avvedute, dovendo tenere in conto che il *turnaround* mira a ripristinare una posizione di mercato, non trattandosi di una liquidazione.

Le stesse considerazioni valgono anche per la gestione delle scorte, le quali possono essere ridotte, ma senza perdere opportunità di vendita dal lato dei prodotti e senza rischiare interruzioni dei processi produttivi dal lato delle materie prime e dei componenti.

Quando la crisi esplose il management attua una lotta contro il tempo al fine di porre in essere strategie di sopravvivenza, disponendo tra l'altro anche di poche opzioni. Inevitabilmente ciò che deve essere fatto nel breve termine per garantire la sopravvivenza può essere in conflitto con gli obiettivi di lungo termine. Quindi alcune forme di diversificazione che si giustificano in tempi di stabilità devono essere sacrificate in una fase di emergenza, parte delle attività devono essere cedute per alimentare il cash flow. Analogamente gli investimenti in ricerca e sviluppo devono essere adeguatamente selezionati. Piani di entrata in nuovi mercati, nuovi segmenti che richiedono nuovi investimenti devono essere necessariamente accantonati.

Più grave è la crisi, più breve sarà il tempo a disposizione per escogitare nuove strategie, ovviamente la corsa contro il tempo varia anche da un settore all'altro.

Una strategia di assoluto rilievo nella fase di “restrizione” è sicuramente la ristrutturazione del debito allo scopo di ridurre il peso degli oneri finanziari. L’obiettivo è quello di ridurre la pressione sul conto economico, che può essere raggiunto in due procedimenti fondamentali.

- chiedendo al creditore (in genere banche) di convertire i crediti in capitale o di convertirli in un prestito obbligazionario (con scadenze più lunghe e tassi rinegoziati).
- proporre la sottoscrizione di nuovo capitale, e di conseguenza restituire parte del debito. Tale opzione è fortemente influenzata dalle cause della crisi, dalla credibilità del piano di *turnaround* e dalle decisioni dei creditori (banche obbligazionisti). In fase di recessione è raro che una richiesta di aumento di capitale abbia successo.

#### **2.2.4. La conclusione del turnaround, la normalizzazione , il ritorno alla creazione di valore**

Dopo le fasi iniziali il *turnaround* entra nella lunga fase della normalizzazione.

Il successo dell’operazione dipende sia dalle premesse, sia dall’efficacia con cui viene condotta. Le premesse sono rappresentate dalle attitudini storicamente accumulate dall’impresa (aree di competenza, validità e notorietà dei prodotti, capacità del personale, capacità organizzativa, ecc.) e le risorse materiali disponibili. Differenti premesse rendono più o meno probabile il successo del processo di risanamento, questo significa che un buon punto di partenza può sicuramente agevolare il *turnaround*, allo stesso modo possono esserci punti di partenza così svantaggiosi da rendere il successo del processo altamente improbabile.

La fase di normalizzazione ha come naturale conclusione il ritorno ad un livello plausibile di profitto, in questa fase è quindi necessario.

1. Porre in essere *decisioni dirette al mantenimento o alla cessione di determinate aree d'affari*. La scelta tra il mantenimento o la cessione di un’area d’affari ( o di una più società partecipanti), può dipendere sia da considerazioni economiche sia da considerazioni finanziarie. Le prime riguardano l’attitudine delle aree a produrre risultati, quindi si manterranno solo quelle aree che contribuiscono in modo significativo ai risultati futuri o che costituiscono il *core business*, cioè il nucleo centrale delle competenze accumulate nel tempo. A volte la cessione può riguardare anche aree o partecipazioni interessanti che però sono giudicate non essenziali. In tal caso l’obiettivo è il miglioramento del leverage, riportando l’indebitamento ad un livello fisiologico o ad un’efficace gestione della liquidità.

2. *La massima concentrazione sulle operazioni programmate volte al miglioramento dell’ efficienza*. Questo significa l’esecuzione di tagli programmati e discussi che rappresentano il momento essenziale

del processo. La fase della realizzazione può essere più o meno dolente, prolungata nel tempo e produrre molte conseguenze negative. Una rapida ed efficace gestione del Piano è essenziale. La capacità, l'abilità e le decisioni del management preposto all'esecuzione del processo di *turnaround* sono elementi essenziali per la riuscita della ristrutturazione.

3. *Il recupero di fiducia sia all'interno che all'esterno.* A seguito della perdita di fiducia legata al declino e ancor di più alla crisi, è necessaria un'operazione di recupero della credibilità in tutto o in parte perduta, che non si presenta spesso né breve né agevole. Il presupposto del recupero di credibilità, ovviamente, dipenderà dal successo o meno del *turnaround*.

Il recupero di fiducia all'esterno è indispensabile per riportare ad un corretto equilibrio le condizioni nelle quali l'impresa opera, nei confronti dei clienti, dei fornitori, degli azionisti, delle banche. Tutto ciò è utile non solo per ottenere credibilità e credito, ma anche al fine di ottenere il credito a condizioni «normali» e non penalizzanti rispetto ai concorrenti.

Il recupero di fiducia all'interno è altrettanto fondamentale dopo una fase travagliata e incerta. L'avvio del Piano e i primi risultati positivi svolgono una funzione importante nell'infondere nel personale tranquillità e la speranza di un futuro migliore. In tal caso il lavoro del management è importante e delicato, deve riuscire ad infondere nelle persone-dipendenti, spesso deluse, volontà di operare, impegno ed entusiasmo. Senza questi presupposti è difficile che i miglioramenti di efficienza possano realizzarsi seriamente. Un'efficace comunicazione interna è, soprattutto nelle grandi imprese, una componente essenziale per raggiungere tale scopo.

Il *turnaround* si conclude quando l'impresa ritorna a creare nuovo valore. Il declino causa una perdita di valore, che si manifesta di solito attraverso delle perdite e dei rischi maggiori; le fasi di un *turnaround* di successo portano prima a contenere la perdita di valore, per poi nella fase di normalizzazione, arrestarla. Un'impresa però non è ancora in equilibrio se non genera nuovo valore.

Per raggiungere questo scopo non sono sufficienti i provvedimenti assunti nella situazione di emergenza e nel ritorno graduale alla normalità, anche se molto rilevanti. È difficile se non impossibile, produrre nuovo valore senza il ritorno ad una gestione di sviluppo. Così si rendono necessarie strategie e scelte tipiche di un'impresa che pensa al medio/lungo termine. Il ritorno al medio/lungo termine nelle strategie e nelle scelte spesso rappresenta il segnale fondamentale della fine del *turnaround*, del passaggio alla fase di crescita fisiologica ed alla creazione di nuovo valore.

Questo significa piani di investimenti interessati alla ricerca di nuovi prodotti, sostegno dei vecchi e dei nuovi prodotti sul piano del marketing, anche nell'ottica di recuperare quote di mercato ( promozione, distribuzione, accesso a nuovi mercati ), il rinnovamento degli impianti e formazione del personale.

La fase conclusiva di un *turnaround* deve svolgersi secondo una rigida disciplina e sotto un severo e assiduo controllo affinché non si corra il rischio di tornare agli squilibri che hanno innescato il precedente declino. Se il recupero della fiducia è stato totale, non sarà difficile per l'impresa assumere iniziative finanziarie (aumenti di capitale), tale da consentire adeguati margini di sicurezza e per programmi di sviluppo che si intendono intraprendere. Del resto proprio la realizzazione di importanti operazioni finanziarie fanno da preludio alla ripresa dello sviluppo e dà al mercato il segnale della conclusione della fase dell'emergenza.

Anche sul piano organizzativo l'avvio della normalizzazione si accompagna spesso ad un normale ritorno alla delega di poteri e di facoltà, essendo cessate le ragioni che per qualche tempo ne avevano imposto la concentrazione nelle mani di una o poche persone, o addirittura di consulenti esterni.

### **2.3 I fattori critici di successo di un turnaround**

La letteratura si è occupata ampiamente dell'argomento, ma i numerosi casi di turnaround avviati da imprese italiane e straniere nel corso degli ultimi anni hanno consentito di trarre conclusioni nuove a proposito dei fattori determinanti per il successo di questa strategia.

Le regole principali affinché un turnaround abbia successo sono quattro: nuovo management, core business competitivo, finanziamenti adeguati, motivazione.

1. *Un nuovo management con l'autorità di prendere decisioni anche drastiche.* Il management in generale e il leader nel particolare sono la chiave di successo del turnaround. Il leader spesso diventa il simbolo della strategia sia all'interno che all'esterno dell'impresa. All'interno il leader dà motivazione ai collaboratori, infonde loro fiducia ne risollewa il morale, li coinvolge nel piano li stimola alla creatività. All'esterno rende il piano credibile in modo da ottenere l'appoggio di tutti gli stakeholders dell'impresa, cura le relazioni esterne con i propri fornitori, creditori e clienti, sia per assicurare la loro collaborazione nel *turnaround*, sia per porre le basi del futuro dell'impresa. La lealtà e la trasparenza nelle sue relazioni con gli stakeholders sono cruciali per il successo del piano. Le doti personali varrebbero poco se il nuovo leader non avesse il sostegno degli azionisti e dei finanziatori, la sua azione è più semplice se riesce ad avere completo consenso dai collaboratori di tutti i livelli dell'organizzazione .
2. *Core business competitivo.* L'impresa deve proteggere il proprio *core business*, è la base su cui si costruisce l'uscita dal turnaround. Il rischio è che le varie azioni intraprese nella fase di emergenza possano minare la forza del *core business*. Il taglio dei costi, la revisione dei rapporti con i clienti e con i fornitori, il disinvestimento, le riduzioni di organico, il ritiro di

determinati segmenti e da determinati mercati geografici possono nel breve termine alimentare il cash flow e migliorare il conto economico, ma possono anche compromettere la ripresa. Bibeault mette in guardia dalla tentazione di un “ritorno alle origini”. Spesso, durante il *turnaround*, il management individua la causa della crisi nell'eccessiva diversificazione, tende dunque a tornare al *core business* originario attraverso le dismissioni di quanto non considera non strategico. Ciò può essere un errore, l'ambiente esterno può essere nel frattempo cambiato.

3. *Finanziamenti adeguati*. Per un'impresa che avvia un turnaround non è facile ottenere dei finanziamenti. È già fortemente indebitata, non ha capacità di competere, ha un piano di *turnaround*, ma non è ancora operativo. Per reperire i finanziamenti necessari a sostenere il *turnaround* si hanno tre strade: ricorrere nuovamente al prestito, aumentare il capitale o generare liquidità internamente. Le ultime due strade non permettono risultati, inoltre è raro convincere nuovi o vecchi azionisti a sottoscrivere una nuova emissione di capitale durante una crisi. L'autofinanziamento è una chimera, quando c'è costituisce un flusso assai modesto, di conseguenza resta il solo ricorso al prestito. Le banche e le altre istituzioni finanziarie assumono così un ruolo determinante, dal loro appoggio dipende il successo del *turnaround*.
4. *Motivare l'organizzazione*. Se un'organizzazione non è motivata, qualsiasi strategia o politica di gestione venga avviata è destinata prima o poi al fallimento. Il ruolo del leader qui è fondamentale, deve riuscire soprattutto nella fase di emergenza, e quindi nel breve periodo, ad ottenere la fiducia e l'impegno dell'organizzazione a tutti i livelli. La crisi crea un senso di urgenza e questo può essere una spinta alla motivazione. Ma il compito per il management non è facile quando contemporaneamente deve annunciare tagli nell'organico.

## 2.4 Una panoramica sugli investimenti in aziende in crisi in Italia

In Italia, le aziende in grado di riprendersi e di uscire indenni da una dichiarata condizione di insolvenza, con le loro sole forze, sono state fino ad oggi relativamente poche. Più frequente è il caso di imprese “tratte in salvo” grazie ad interventi pubblici diretti a tutelare interessi d'ordine generale (preservare settori produttivi giudicati rilevanti per un'economia nazionale) o scopi sociali (evitare gravi problemi di disoccupazione). Il salvataggio con i mezzi statali tuttavia, sottintende quasi sempre uno squilibrio tra il costo dell'intervento e i recuperi possibili (in termini di valore delle aziende tratte in salvo) che limita il ricorso a tale strumento solo ad un numero ristretto di aziende.

Alle volte è capitato che operazioni di risanamento aziendale siano state poste in essere da privati investitori operanti nello stesso settore dell'azienda in crisi.

L'imprenditore concorrente, infatti, si trova in una posizione privilegiata di intervento in quanto, più di ogni altro, è in grado di capire le motivazioni della crisi, lo stato reale in cui versa l'azienda e in ultimo di quantificarne il valore. Decisamente poco numerose sono state, invece, le operazioni realizzate da investitori professionali o fondi di *turnaround*. Tra queste, la quasi totalità ha visto protagonisti soggetti stranieri che hanno individuato in Italia ottime occasioni per conseguire *capital gain*<sup>12</sup>.

#### 2.4.1 I fondi di *turnaround*

Recentemente sulla scia dei paesi dotati di mercati più evoluti ( Stati Uniti e Gran Bretagna ) , si stanno presentando nuove possibilità offerte da operatori nazionali specializzati nell'attività di *turnaround* e cioè nell'investimento in imprese in stato di tensione economico-finanziaria, se non di fallimento, con l'obiettivo di risanarle e rilanciarle sul mercato.

In letteratura questi soggetti vengono fatti rientrare nell'ampia categoria degli investitori istituzionali del capitale di rischio (*venture capital* e *private equity*), la cui attività si sostanzia nell'apporto di risorse finanziarie (sottoforma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni) e competenze tecnico-manageriali, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo.

Nello specifico si usa distinguere le varie tipologie di investitori in aziende in crisi con riferimento al momento o stadio della crisi in cui subentrano. Con il nome *later stage* o *turnaround investors* si indicano quelli che intervengono in operazioni di ristrutturazione o riconversione di imprese mature prima che intervenga il declino. Diversamente ai *vulture* o *bankruptcy investors* viene ricondotta l'attività di investimento in imprese in stato di dissesto o vicine a situazioni di bancarotta e liquidazione. La differenza è più formale che sostanziale e trae origine da motivazioni storiche<sup>13</sup> che associano a questi ultimi investitori una connotazione negativa in quanto acquistano aziende in profonda crisi a prezzi pari ad una percentuale minima del valore degli assets per poi rivendere gli assets a prezzi di mercato e ricavare un guadagno sulla differenza.

---

<sup>12</sup> Si ricordano i casi del fondo Wexford arrivato in Italia nel 1995 per acquisire la Magneti Mirelli e i cantieri Riva o del fondo Cerberus che ha rilevato le società operative della Fila per conto della sua controllata Sport Brand International LLC, o del fondo Stellican per il Vicenza Calcio.

<sup>13</sup> Il termine *vulture capital* è stato coniato negli Stati Uniti negli anni '80 dai fondatori di Intel per indicare l'attività di quei *venture capitalists* che sottraevano personale qualificato alle società di successo per creare società concorrenti. J.W.Wilson, *The New Ventures: inside the high-stakes world of venture capital*, 1988.

## 2.4.2 La struttura di un fondo di *turnaround*

In Italia il mercato del *turnaround* non è ancora così sviluppato e l'offerta si sostanzia nell'acquisizione di una posizione rilevante in imprese in crisi, col fine di assumere la gestione (*hands on*) e riportarle a generare valore.

Lo strumento che meglio si presenta a tale finalità è quello del fondo di investimento mobiliare chiuso diretto a sottoscrittori qualificati. Questo prevede la presenza di tre elementi: un veicolo (il fondo) nel quale confluiscono i capitali da investire, una banca depositari che svolge funzioni di controllo e una società di gestione del fondo che nell'ordinamento italiano si presenta nella forma di società di gestione del risparmio. Nella figura qui di seguito è rappresentata graficamente la struttura di un fondo di *turnaround*.

Il termine *vulture capital* è stato coniato negli Stati Uniti negli anni '80 dai fondatori di Intel per indicare l'attività di quei *venture capitalists* che sottraevano personale qualificato alle società di successo per creare società concorrenti.

Il fondo si configura come patrimonio autonomo, suddiviso in una pluralità di quote, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del fondo. Le caratteristiche del singolo fondo dipendono dalle scelte fatte in merito ad alcune variabili e cioè, il settore industriale, e l'area geografica in cui investire, la tipologia e la dimensione dell'investimento e lo strumento e la percentuale di ingresso (quote di minoranza o quote di maggioranza) nelle imprese.

Il vincolo del riscatto delle quote a scadenze prestabilite, tipico del fondo chiuso, garantisce al management team della società di gestione, risorse certe durante tutta la fase di investimento.

La SGR è incaricata di definire il regolamento del fondo nel quale vengono indicate tutte le scelte effettuate in merito agli elementi di gestione, la struttura, le modalità di partecipazione e la politica di investimento. Oggetto dell'investimento saranno società in crisi finanziaria o con problemi operativi, società *under performing* o società non strategiche all'interno del gruppo di appartenenza e in generale in imprese nazionali o estere, che necessitano di un deciso intervento di cambiamento. Meno facile invece risulta la determinazione della durata del fondo e del *commitment* del singolo investimento a causa delle incertezze legate alla buona riuscita dell'intervento di *turnaround* nei tempi e con i costi previsti.

La SGR è dotata di una propria struttura organizzativa e finanziaria ed ha il compito di realizzare l'attività di investimento attraverso la strutturazione e amministrazione del fondo non che la generazione del *deal flow*.

In considerazione della specificità delle competenze richieste dall'attività di *turnaround* è però possibile che la SGR deleghi la gestione di una o più fasi dell'attività di investimento ad una società di consulenza specializzata (*Company Advisory*). In questi casi risulta fondamentale stabilire la remunerazione e l'estensione della delega di gestione, limiti di autonomia e profili di responsabilità di entrambe le entità. L'*advisor* può essere una persona fisica oppure una società che, in qualità di consulente, si incarica di cercare sul territorio le migliori opportunità di investimento da proporre al fondo e di seguirle operativamente, per conto della SGR.

Con particolare riferimento alle competenze richieste per investire in operazioni di ristrutturazione, la figura dell'*advisor* viene associata a quella di *crisis manager* in relazione alla capacità di questi professionisti di applicare tradizionali tecniche di gestione in circostanze piuttosto inusuali. La gestione del piano di risanamento aziendale, infatti, richiede professionisti che oltre ad avere competenze in ambito tecnico-manageriale, finanziario e legale, siano in grado di operare in situazioni straordinarie in termini di tempo e risorse disponibili.

Nel regolamento del fondo deve essere indicata anche la banca depositaria, alla quale devono essere affidati due compiti fondamentali: la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo e il controllo della legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, il calcolo del loro valore e la destinazione dei redditi del fondo.

### **2.4.3 L'intervento dei fondi di *turnaround***

Quando un'azienda attraversa una fase di crisi, il corso dei titoli azionari o di debito si avvicina a valori prossimi a quelli di liquidazione. Scopo del fondo di *turnaround* è, quindi quello di realizzare un piano di risanamento che porti la società in condizioni operative normali in termini accettabili. Raggiunto questo obiettivo il corso dei titoli risalirà a valori pari a quelli di aziende comparabili presenti sul mercato. L'operare dei fondi di *turnaround* si basa su uno stile di gestione c.d. di *cash culture* in quanto, durante il fronteggiamento della crisi, ciò che determina il successo o meno dell'intervento è la capacità di valutare, stabilizzare e risolvere situazioni che implicano un dispendio di liquidità. A volte l'azienda esce fuori dal processo di *turnaround* notevolmente cambiata in termini dimensionali, di *core business* e di mercati serviti, vengono implementati nuovi modelli organizzativi e sistemi di controllo interno, si migliora la circolazione e la gestione delle informazioni, si utilizzano nuove tecnologie che permettono drastiche riduzioni dei costi. Il soggetto economico risultante, presenta in sintesi un profilo operativo e di rischio nettamente migliorato al punto che, nella maggior parte dei casi, si procede a rinegoziare le fonti di finanziamento (specialmente quelle bancarie) e ad individuare una struttura finanziaria e

patrimoniale adeguata alla nuova gestione e ai progetti futuri di sviluppo. Se e quando il risanamento ha avuto successo, il fondo procede al disinvestimento della sua partecipazione e all'incasso dell'eventuale capital gain. I canali attraverso cui si realizza il disinvestimento possono essere classificati nelle seguenti categorie:

- a) *IPO, Initial Public Offering*, ovvero la cessione della partecipazione mediante offerta pubblica di vendita su mercato regolamentato;
- b) *Trade sale*, cessione della partecipazione attraverso una trattativa privata che porta alla cessione a nuovi soci (industriali e finanziari), ovvero alla fusione con altre società.
- c) *Secondary Buy-Out*, acquisto della società partecipata da parte di un altro investitore finanziario, magari specializzato in *expansion financing*,
- d) *Buy-Back*, cessione della partecipata al socio di maggioranza o ai manager ovvero riacquisto delle azioni da parte della società stessa, entro i limiti dettati dal codice civile (vale a dire fino a un massimo del 10% del capitale sociale). Esistono anche casi in cui si procede al *write-off*, e cioè alla svalutazione contabile integrale della partecipazione, a seguito della perdita di valore (*fair market value* pari a zero in caso di cessione) della stessa. La strategia di uscita, come nel caso di altre tipologie di fondi di *private equity* e *venture capital*, viene elaborata a partire dal momento stesso della selezione degli investimenti; anzi, l'aver individuato a priori un possibile acquirente industriale (o finanziario) costituisce un valido motivo o presupposto per l'investimento.

### **3.1. Classificazioni generali di turnaround**

Una caratteristica comune ai progetti di turnaround, è quella della separazione dell'approccio in fasi, non si tratta solamente di un'esigenza di tipo logico, che ha come finalità quella di definire in modo più profittevole i vari step logici e sequenziali di un turnaround, ma rappresenta anche un'esigenza di tipo operativo. Pianificare il più possibile l'avanzamento del processo di turnaround, che per sua natura è caratterizzato dal frequente manifestarsi di imprevisti; inoltre rappresenta un importante strumento di comunicazione per tutti gli stakeholders.

Le fasi logiche, in linea generale, attraverso cui viene suddiviso un processo di turnaround sono:

- 1) Riconoscimento del declino o crisi e adozione di una nuova leadership;
- 2) Valutazione o analisi e scelta del turnaround fra diverse opzioni;
- 3) Ristrutturazione finanziaria e negoziazione con gli stakeholders;
- 4) Riorganizzazione e rinnovo strategico, e gestionale;
- 5) Recupero e rilancio sostenibile.

Una diversa impostazione, di scuola anglosassone, suddivide il processo di turnaround in una sequenza di metodologie funzionali anziché di sequenze temporali, per cui, in tal caso si distingue in .

- 1) Management della crisi: Gestione della tesoreria, Disinvestimento dei cespiti, Comunicazione/ Interazione con gli Stakeholders;
- 2) Riorganizzazione societaria: Fattibilità delle procedure guidate di ristrutturazione, Nuovi azionisti, Nuovo management;
- 3) Gestione strategica per il cambiamento: Focalizzazione sulle competenze distintive, Ridimensionamento controllato, Nuovo approccio di marketing: azioni sui clienti e mercati risultati economici per cliente prodotto, cambiamenti strategici nella catena distributiva e logistica, Nuovi modelli di business, Sviluppo accelerato di nuovi prodotti;
- 4) Ristrutturazione finanziaria e del controllo di gestione: Integrazione con marketing, Misuratori di prestazione e produttività, Contenimento e massima selettività degli investimenti, Migliore gestione del Capitale Circolante, Abbattimento di spese generali e costi di lavorazione, I.T. efficiente, Nuovo capitale di rischio, Efficaci sistemi di reporting e controllo;
- 5) Change Management delle risorse umane: Cambiamento di cultura stile di management, tenori di vita, Remunerazione variabile e risultato, Utilizzo di professionisti e consulenti esterni;

A livello di aree di attività, le due modalità di suddivisione (temporale e funzionale) in fasi di un processo di turnaround, sono molto simili.

La schematizzazione del processo di turnaround in fasi, si fonda su una base razionale, poiché risulta dall'analisi di un consistente numero di casi reali, però non occorre prenderla come una generalizzazione assoluta, di volta in volta, caso per caso deve essere adattata e arricchita dal turnaround management, in base alle specifiche dell'azienda in cui si trova a svolgere il processo di ristrutturazione. Nell'affrontare una trattazione sul processo di turnaround non si può prescindere dalle cause, interne ed esterne, che hanno contribuito a portare l'azienda in una situazione di crisi o declino.

Nella tabella che segue sono sintetizzati e riportati i fattori determinanti, di natura interna ed esterna, delle crisi aziendali.

<b>Fattori interni</b>	<b>Fattori esterni</b>
<b>Vertice aziendale inadeguato</b>	Cambiamento strutturale del mercato
<b>Sistemi di controllo di gestione carenti</b>	Cambiamenti sociali e politici
<b>Espansione eccessiva</b>	Cambiamenti strutturali tecnologici
<b>Costi eccessivi non competitivi</b>	Concorrenza agguerrita
<b>Politiche finanziarie inadeguate</b>	Eventi straordinari (11 settembre, crisi subprime...)

In tale elaborato sarà posta maggiore attenzione alle ultime due cause interne: le politiche finanziarie errate e la gestione del capitale circolante inadeguata, e di conseguenza mi soffermerò sulle fasi del processo di turnaround che fanno riferimento all'eliminazione di tali cause e alla gestione dei relativi aspetti allo scopo di riportare l'azienda in una condizione di redditività stabile e duratura, in particolare, tra tutte le attività relative alle varie fasi del processo, mi concentrerò sugli aspetti inerenti la ristrutturazione finanziaria.

### **3.1.1. Politiche finanziarie inadeguate**

Le politiche finanziarie possono contribuire al fallimento di un'impresa nel caso di errate scelte delle fonti di finanziamento, che generano una conseguente struttura finanziaria a rischio.

Per molte aziende un elevato rapporto fra indebitamento e capitale è più una conseguenza che una causa del declino, i debiti aumentano a seguito delle perdite nette subite e all'esitazione manifestata dagli azionisti ad impiegare nuovo capitale di rischio in azienda.

La situazione cambia quando il ricorso aggressivo al finanziamento e allo sfruttamento dell'effetto leva costituisce una volontaria strategia del management ed è connessa alla tipologia del settore (aziende che operano nel settore immobiliare) o alle operazioni di ristrutturazione finanziaria come leverage buy out o management buy out.

È chiaro, comunque, che una definizione adeguata e corretta del rapporto di indebitamento dipende dalle caratteristiche dell'azienda stessa e dal mercato in cui opera, inoltre è rilevante il mix dell'indebitamento (breve e medio lungo termine) e la distribuzione nel tempo delle scadenze per il rimborso, nel caso di concentrazione, sicuramente il rischio di insolvenza aumenta.

Nel caso di grandi aziende spesso si assiste all'assunzione di indebitamenti pesanti attraverso l'emissione di obbligazioni corporate con elevata remunerazione per l'investitore e con maturazioni sempre più ravvicinate.

Nel caso delle piccole e medie imprese, l'anomalia che più frequentemente viene riscontrata è l'utilizzo di finanziamenti a breve termine per finanziare investimenti in cespiti o in progetti di sviluppo che sono tipicamente a medio-lungo termine.

Anche l'approccio opposto, che prevede una finanza conservativa, impiegando elevata liquidità in investimenti free risk, un basso grado di leva finanziaria, un'alta distribuzione dei dividendi e una ridotta attenzione agli investimenti di sviluppo, è un incentivo al declino dell'azienda.

L'attuale finanza propone alle aziende diversi e numerosi strumenti, a volte complementari, per reperire risorse finanziarie, il cui inserimento all'interno di una strategia finanziaria può consentire un equilibrato sviluppo.

Le obbligazioni societarie, le cosiddette obbligazioni corporate, rappresentano un investimento alternativo ai titoli di Stato: garantiscono in genere un rendimento superiore a fronte di una maggiore esposizione al rischio, data da un merito creditizio degli emittenti di norma inferiore. Le obbligazioni corporate sono adatte a coloro che hanno una previsione rialzista, con scenario economico favorevole ed un orizzonte temporale di medio o lungo termine.

### **3.1.2. Inadeguata gestione del Circolante commerciale**

Spesso una cattiva gestione del Capitale Circolante rappresenta una conseguenza dell'inadeguato sistema di controllo gestionale. Nelle aziende in difficoltà non di rado si incontrano specifiche e gravi lacune nella gestione dei flussi dei crediti verso clienti, del magazzino e dei debiti verso fornitori.

Le motivazioni sono rappresentate: dall'attenzione prioritaria, propria delle aziende squilibrate agli aspetti reddituali invece che a quelli patrimoniali; l'assegnazione della responsabilità di questi cespiti alla funzione Finanziaria e Controllo, che invece devono rientrare nelle competenze operative delle funzioni di riferimento, quali la Logistica degli inventari, Commerciale per i crediti verso clienti, Acquisti per debiti verso fornitori. La funzione Finanza e Controllo dovrebbe definire le procedure di riferimento e monitorare gli andamenti. Per alcuni tipologie di società (aziende che operano in settori ad alta stagionalità, ovvero con contratti di lungo periodo, ovvero aziende in start up) l'efficace gestione del Capitale Circolante è addirittura critica.

### **3.2. La ristrutturazione finanziaria**

Tale elaborato pone attenzione sulla ristrutturazione finanziaria di aziende in crisi, in particolare il ruolo svolto dalle banche d'affari in tali contesti, e i vari strumenti a disposizione per poter poi sviluppare un'analisi più approfondita sul case study: Gruppo Risanamento. Le banche d'affari hanno assunto un ruolo cruciale nel salvare il Gruppo e proprio per tale motivo il capitolo intende analizzare i molteplici strumenti adottati dalle principali merchant bank al fine di rendere credibile un piano di salvataggio. Quando nel piano di turnaround si parla di ristrutturazione si fa riferimento a due aspetti che sono strettamente interconnessi: la ristrutturazione finanziaria e la ristrutturazione societaria.

La ristrutturazione finanziaria ha l'obiettivo di stabilire un accordo con gli attuali e i nuovi stakeholders al fine di assicurare all'azienda una struttura finanziaria atta a consentirle il mantenimento delle proprie obbligazioni e allo stesso tempo il sostegno del Piano industriale fino al momento del ritorno ad uno stato di generazione di valore.

La ristrutturazione societaria riguarda tutte quelle operazioni straordinarie (disinvestimenti, scorpori di rami d'azienda, cessioni di quote di società controllate e, nella fase finale del turnaround anche eventuali alleanze con aziende terze) mediante le quali si realizza il recupero di mezzi finanziari.

I due profili sono strumentali fra loro nello svolgimento del piano di turnaround, il fallimento della ristrutturazione finanziaria costituisce un possibile impedimento dell'esecuzione dell'intero Piano, e una sua difficoltà di attuazione è rappresentata dal doversi confrontare con posizioni e orientamenti strategici diversi degli stakeholders, mentre la ristrutturazione societaria dipende dalle decisioni degli azionisti e del vertice aziendale.

Il tema della ristrutturazione finanziaria deve essere affrontato sia riguardo alla ricerca e la negoziazione di finanziamenti a breve termine per la sopravvivenza sia in ottica di medio lungo periodo. In questa fase del processo di turnaround si fronteggia l'emergenza e si cerca di raggiungere una stabilizzazione, per cui si adottano tutte quelle decisioni e azioni strategiche generiche che possono essere realizzate e in grado di produrre effetti nel breve termine, quali azioni destinate a frenare le uscite di cassa e ad accelerare le entrate, riduzioni delle spese, aumento dei prezzi per quanto sia possibile, spinta sulle vendite, congelamento del personale senza sostituire quello uscente.

Vengono inoltre definiti anche interventi che agiscono più in profondità, come la chiusura e la neutralizzazione di singole unità operative in grave perdita e il disinvestimento di attività non strategiche allo scopo di migliorare il cash flow.

Allo stesso tempo viene anche sviluppata al fase di ristrutturazione finanziaria orientata alla ricerca di nuova finanza esterna per sostenere il piano di recupero.

Una ristrutturazione finanziaria richiede almeno un periodo che va dai 6 ai 12 mesi, nei casi più complessi, questa fase è fondamentale in quanto, o si attivano i primi effetti del recupero o si ritorna al punto di partenza, avendo solo allungato il periodo di sopravvivenza dell'azienda. In questo periodo è necessario realizzare una proiezione di cassa che metta in evidenza.

- a) i fondi che possono essere generati a breve da aggressive ma realistiche politiche sul Capitale Circolante,
- b) i fondi che posso derivare in maniera rapida da riduzioni drastiche o rallentamenti delle uscite discrezionali: blocco degli investimenti, nessun aumento retributivo ecc.,
- c) il rimanente deficit di cassa da finanziare a breve da parte del sistema esterno,
- d) contropartite, quali eventuali garanzie che l'azienda può o deve offrire.

Riguardo alla raccolta di fondi a medio lungo termine la diagnosi deve essere rivolta a stabilire.

- a) le possibili alternative per una ristrutturazione del profilo Debt/Equity
- b) il possibile gettito netto derivante dalla cessione di cespiti e attività.

La ristrutturazione finanziaria di medio lungo termine può essere vista sotto due aspetti.

- 1) le modalità di conduzione negoziale con gli stakeholders
- 2) le tecniche di ingegneria finanziaria principalmente adottate

Per quanto riguarda il primo aspetto, la negoziazione con gli stakeholders, il punto di partenza è rappresentato dal capire chi sono gli stakeholders e in che modo si sono correlati con l'azienda al momento dell'inizio del rapporto e quali fossero a quel tempo le reciproche aspettative. Si tratta di un'

indagine conoscitiva essenziale, ma piuttosto complessa e di non facile realizzazione, poiché anche aziende di medie dimensioni spesso presentano una struttura del debito molto articolata, caratterizzata dalla presenza di diverse categorie di debito. Inoltre lo sviluppo di un mercato secondario anche per gli strumenti di debito fa sì che questi possano essere negoziati successivamente da altri investitori a valori diversi, in tempi diversi, di norma a sconto. Sicuramente questi sub creditor hanno conoscenza dell'azienda, ma motivazioni ed interessi diversi dal finanziatore principale che aveva dato origine al rapporto con l'azienda.

Questo fenomeno si manifesta di frequente nelle aziende distressed dove investitori quali i fondi hedge o i fondi vulture, spesso acquistano il debito finanziario dell'azienda dal titolare allo scopo di acquistare una partecipazione di equity nell'azienda a valori abbattuti in previsione di una successiva ristrutturazione finanziaria. Evidentemente tali fondi hanno valutato positivamente il valore prospettico dell'azienda in base alle informazioni disponibili sul mercato.

Si creano così delle situazioni concrete di possibili conflitti di interessi fra i diversi creditori che rendono il raggiungimento di un accordo difficile in proporzione all'aumentare del numero degli interlocutori per l'azienda, che è obbligata quindi ad intraprendere delle trattative e negoziazioni separate con ognuno.

### **3.3 Gli strumenti e il ruolo delle merchant bank**

Nel momento in cui emerge la volontà di trovare una soluzione alla crisi attraverso soluzioni stragiudiziali fra le parti, evitando di ricorrere a istituti giuridici specifici, quali quelli previsti dalle procedure concorsuali, appositamente predisposte per fronteggiare lo stato di crisi o d'insolvenza, la prassi prevede la nomina di un advisor, generalmente una banca d'affari, a cui è affidato il compito di predisporre il piano di ristrutturazione.

La redazione della parte "industriale" del piano, ossia quella che prevede le azioni sulla gestione, viene spesso delegata ad altri soggetti specializzati<sup>14</sup>, mentre la merchant bank si occupa direttamente della parte, per così dire, finanziaria del piano, ossia quella che prevede gli interventi sulla struttura finanziaria ormai deteriorata da una cattiva gestione aziendale. L'obiettivo dichiarato è quello di salvaguardare il valore dell'impresa in funzionamento, nel tentativo di accrescerlo con le misure di risanamento previste. Ovviamente maggiore è la dimensione dell'impresa o del gruppo coinvolti, maggiore è la posta in palio in termini di. Questo accade in presenza di merchant banks di matrice

---

<sup>14</sup> Questo accade in presenza di merchant banks di matrice finanziaria. La redazione della parte industriale viene, in genere, delegata a studi professionali, dottori commercialisti, società di consulenza direzionale e strategica

finanziaria. La redazione della parte industriale viene, in genere, delegata a studi professionali, dottori commercialisti, società di consulenza direzionale e strategica.

Dall'analisi dei diversi accordi stragiudiziali raggiunti fra le parti, emerge come l'elemento "particolare" prevalga su quello "generale", nell'impostazione dei piani di ristrutturazione. Questa forte componente di personalizzazione nella ricerca delle soluzioni, intesa come eterogeneità degli atteggiamenti assunti dalle diverse parti nelle situazioni di crisi, trasferisce forte criticità dalla fase di stesura ed elaborazione del piano di riorganizzazione al momento della negoziazione e del rapporto "dialettico" fra le parti. Le ragioni sono facilmente comprensibili. La posta in palio è molto elevata per tutti i soggetti coinvolti nel processo di ristrutturazione. Gli azionisti rischiano di perdere buona parte di quanto accumulato nel corso del tempo, gli istituti di credito sono esposti, magari, per cifre ingenti, i dipendenti vedono messa in discussione la loro posizione di lavoro.

Un simile coinvolgimento delle parti, tende a ribaltare le maggiori responsabilità sul buon esito delle trattative su chi è delegato a gestire la fase iniziale del contenzioso, alla ricerca di quel consenso preliminare necessario all'avvio del piano di risanamento.

Nel dare concretezza al piano di ristrutturazione finanziaria, la merchant bank svolge un importante ruolo di interfaccia comunicazionale tra l'impresa in crisi e le banche creditrici, nel tentativo di dare corso a quanto prestabilito nell'interesse delle due parti. In altre parole, la merchant bank, svolge il ruolo di un mediatore sui generis facendo "incontrare" idealmente le parti; da un lato l'impresa che vuole uscire dalle difficoltà finanziarie in cui si trova invischiata, dall'altra parte le banche creditrici che vogliono salvaguardare i propri crediti, mantenendo il livello di rischio al di sotto della soglia d'allarme.

La ristrutturazione finanziaria, ammesso che si sia optato per l'intervento risanatore, si articola in interventi che agiscono sia sul lato del passivo o meglio delle fonti finanziarie e interventi che agiscono sul lato degli impieghi, portando come diretta conseguenza, la modificazione sotto il profilo qualitativo della struttura finanziaria, al fine di ripristinare le condizioni adeguate, per dare successivamente corso agli interventi sulle altre aree funzionali dell'azienda.

Sotto il profilo teorico, le soluzioni finanziarie rappresentano la conseguenza della parte "industriale" del piano. Sarà quest'ultimo, infatti, a dettare i termini che consentiranno da un lato di determinare i flussi di cassa che la gestione sarà in grado di generare, dall'altro, l'ammontare di risorse di cui l'impresa necessiterà per il risanamento. Nella prassi, si preferisce adottare un "approccio rovesciato", in cui la parte "industriale" del piano sia subordinata alla parte "finanziaria". In altri casi, i piani di ristrutturazione si dimostrano spesso carenti per quanto riguarda la parte "industriale" e sono limitati alla sola parte "finanziaria".

Laddove questa carenza non è rilevabile, la parte “finanziaria” finisce per essere redatta indipendentemente dalle ipotesi relative ai mezzi necessari per portare avanti il risanamento e alla generazione dei flussi di cassa. Il maggiore peso specifico che si attribuisce alla parte “finanziaria” è dovuta ad alcune ragioni.

a) il ripristino delle condizioni di equilibrio nel breve periodo viene considerato l’obiettivo prioritario, la condizione iniziale minima per consentire all’impresa di sopravvivere ed impostare il progetto di riposizionamento; si preferisce così procedere per passi e risolvere prima il problema dell’equilibrio finanziario;

b) le probabilità di soluzione della crisi aumentano se la sua gestione avviene in un periodo di tempo breve, la formulazione del piano industriale richiede tempi lunghi non compatibili con le esigenze di immediato ripristino dell’equilibrio finanziario. L’advisor in questo senso si trova di fronte ad un trade-off: presentare un piano finanziario integrato con una visione strategica dell’impresa rischiando di allungare i tempi e compromettere la soluzione della crisi o rinunciare all’analisi strategica nel breve periodo per conseguire l’obiettivo parziale, ma fondamentale per la sopravvivenza dell’azienda, dell’equilibrio finanziario;

c) Ammesso che si riesca a redigere in breve tempo il piano industriale, questo deve essere sottoposto al vaglio e all’approvazione delle banche creditrici. Il numero delle banche coinvolte potrebbe essere elevato, potrebbe essere già difficile far convergere i favori delle banche sul piano finanziario. Sottoporre al giudizio delle banche il piano industriale, ammesso che quest’ultime abbiano le competenze necessarie per valutarlo correttamente, rischierebbe di dilatare i tempi con gravi ripercussioni sulla buona riuscita dell’intervento risanatorio.

La ristrutturazione finanziaria prevede o potrebbe prevedere:

- 1) la *ristrutturazione del debito* esistente verso le banche e verso gli altri creditori;
- 2) il *ricorso a nuova finanza* e la *partecipazione al capitale di rischio* dell’impresa in crisi;
- 3) le *operazioni di “asset restructuring”*;
- 4) le *altre operazioni di finanza straordinaria*.

Andiamo ad analizzare, dunque, nei seguenti sottoparagrafi, le succitate operazioni.

### 3.3.1 La ristrutturazione del debito

Una prima distinzione che possiamo fare in via preliminare potrebbe riguardare quella tra *debiti finanziari* e *debiti di fornitura*.

La ristrutturazione del debito finanziario, che sostanzialmente coincide con quello bancario, l'eterogeneità sia dei finanziatori sia delle forme tecniche sono tali che la riorganizzazione dovrà riguardare numerosi contratti.

Nel tentativo di definire "un'area di consolidamento"<sup>15</sup>, vengono passate in rassegna le più comuni misure adottate dall'advisor e proposte ai creditori.

- la *posticipazione delle scadenze* e la definizione di un nuovo piano di rimborso. In tale fase si delineano le nuove scadenze convenzionali dei debiti.

L'estensione temporale del rimborso, mediamente, va dai tre agli otto anni; la rateazione prevista può essere costante, o con rate crescenti nel tempo, in funzione del cash-flow che l'azienda risanata sarà in grado di produrre in futuro. In genere, alla presenza dei piani di risanamento che non avrebbero potuto godere di flussi immediati, è stato previsto un periodo di pre-ammortamento, che può durare anche tre anni. Come contropartita al consolidamento dei debiti sono richieste particolari garanzie. Al fine di ottenere tali garanzie, la controparte deve essere in grado di disporre dei beni adatti allo scopo, previa la non opposizione da parte di altre categorie di creditori. Oltre al piano di rimborso, può essere previsto un *piano di ristoro* che renda i creditori partecipi ad eventuali eccedenze di flussi di cassa;

- la *rinuncia a parte degli interessi*, tale proposta prevista nel piano di ristrutturazione finanziaria è avanzata dall'advisor nei confronti delle banche creditrici che, come abbiamo detto, rappresentano la schiera di creditori più.

Per consolidamento del debito s'intende nella prassi la revisione delle condizioni contrattuali che regolano il rapporto obbligazionario tra le parti, al fine di consentire al debitore, ad esempio, una dilazione temporale del rimborso del capitale, una diminuzione degli oneri da sopportare e più in generale dei vantaggi di ordine finanziario immediati.

- la *rinuncia a parte dei crediti*, Si tratta di una scelta dolorosa ma in certi casi inevitabile.

L'obiettivo rimane quello di allentare la tensione finanziaria creatasi a seguito dell'incapacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni, attraverso un adeguato cash flow;

---

<sup>15</sup> Per consolidamento del debito s'intende nella prassi la revisione delle condizioni contrattuali che regolano il rapporto obbligazionario tra le parti, al fine di consentire al debitore, ad esempio, una dilazione temporale del rimborso del capitale, una diminuzione degli oneri da sopportare e più in generale dei vantaggi di ordine finanziario immediati.

- la *postergazione dell'ordine di rimborso*, ossia il riconoscimento ad alcuni creditori di una priorità di rimborso;
- la *datio in solutum*, cioè l'accettazione in cambio del rimborso del capitale, del trasferimento della proprietà di un bene o di un altro diritto reale;
- l'*offerta di scambio di nuove obbligazioni con le vecchie* se l'impresa aveva emesso dei titoli obbligazionari.

L'obiettivo in questo caso è quello di modificare i termini del rapporto contrattuale tra l'impresa in crisi e i creditori di quest'ultima, le banche in particolare, spingendo verso condizioni più favorevoli all'impresa, tenuto conto della situazione critica in atto;

- l'*emissione* a favore dei creditori che rinunciano a parte del credito o degli interessi, *di warrant e/o obbligazioni convertibili*; come si vedrà più avanti l'emissione di tali strumenti rappresenta un valido supporto al fine di registrare l'ingresso di nuove risorse finanziarie senza assumere impegni troppo stringenti, in attesa di un riequilibrio finanziario;
- la *conversione dei crediti in capitale di rischio* dell'impresa. L'advisor riesce spesso a "strappare" alle banche creditrici, un impegno a garantire almeno in parte un aumento di capitale destinato al rimborso almeno parziale del debito finanziario; in capo alle banche potrebbe pesare il vincolo di non smobilizzare le azioni sottoscritte per un determinato periodo.

La conversione di una quota dei crediti bancari in capitale di rischio modifica, il *patto implicito* tra azionisti e creditori nella forma più radicale possibile. vengono, infatti, ridefiniti i confini stessi dei due gruppi di portatori d'interessi, con i creditori che si trasformano, almeno in parte, in azionisti. La combinazione rischio/rendimento che caratterizza la nuova posizione delle banche aderenti, consta di un maggior rendimento atteso, per l'opportunità di beneficiare di dividendi e capital gain, ma a fronte di un maggior rischio. La conversione dei crediti in capitale di rischio rappresenta, secondo le posizioni degli studi professionali l'*extrema ratio* a cui le banche.

Il Capital Gain è un termine finanziario, utilizzato per indicare la differenza tra il prezzo di vendita e quello di acquisto di uno strumento finanziario, come ad esempio le azioni. Le azioni consentono, oltre alla distribuzione eventuale di dividendi, di conseguire guadagni in conto capitale, nel caso in cui il prezzo di mercato al momento della vendita sia più alto rispetto a quello di acquisto. Tuttavia anche altri strumenti finanziari permettono di conseguire capital gain, come ad esempio le obbligazioni e i titoli di Stato.

I possessori di questi strumenti, oltre alla remunerazione in forma di interessi, possono cedere prima della scadenza il titolo conseguendo guadagni di capitale se il prezzo è più alto di quello di acquisto.

I contratti che regolano i prestiti ristrutturati possono essere accompagnati da *covenants* (convenzioni, accordi solenni) che si caratterizzano per il fatto di essere più stringenti rispetto quelli inseriti nei normali contratti bancari. Tali accordi possono prevedere la necessità del management di chiedere il consenso ai creditori per la distribuzione dei dividendi agli azionisti; l'obbligo di mantenere alcuni indicatori come il grado di leverage e/o il capitale circolante al di sopra o al di sotto di certi livelli prefissati; il divieto di intraprendere determinate categorie di investimenti e così via.

*Il miglior piano di ristrutturazione del debito è quello che presenta diverse opzioni di riorganizzazione in modo tale da venire incontro alle diverse esigenze dei finanziatori coinvolti. L'eterogeneità dei finanziatori è tale che vi sono diversi vissuti alla crisi; la presenza di un approccio, per così dire, "customizzato" consente di venire incontro alle esigenze di ciascuno. Anche le banche, in questo caso creditrici, sono delle aziende e i loro amministratori devono rispondere agli azionisti; alla necessità quindi, di riorganizzare il debito in maniera funzionale alle esigenze dell'impresa in crisi, l'advisor dovrebbe tenere conto della necessità di formulare una proposta compatibile con i profili reddituali e di cassa delle banche coinvolte*

Per quanto riguarda i debiti vantati nei confronti dei fornitori, le misure adottate sono sensibilmente differenti rispetto quelle suesposte. I fornitori come prima mossa di fronte ad un'impresa in crisi, sospendono le forniture, compromettendone l'attività produttiva, e contemporaneamente propongono un piano di rientro. E' opportuno a tal proposito distinguere tra.

- 1) piccoli fornitori, i quali hanno a loro volta difficoltà ad ottenere credito; una via seguita potrebbe essere quella di proporre loro uno stralcio e il pagamento garantito per le forniture successive;
- 2) nei confronti dei grandi fornitori e dei fornitori di impianti si potrebbe concordare con loro un piano di rientro, chiedendo credito per le forniture successive.

### 3.3.2 Il ricorso a nuova finanza e la partecipazione al capitale di rischio

Quello del ricorso a nuova finanza, ossia della concessione di nuovo credito, è uno degli aspetti più delicati e combattuti della vicenda risanatoria.

L'erogazione di nuove risorse finanziarie contrasta, in primo luogo, con l'obiettivo di fondo dei piani di ristrutturazione, ossia gestire nel modo più efficiente possibile delle posizioni di rischio di credito; in secondo luogo, per la comprensibile riluttanza dei creditori dell'azienda in crisi, già pesantemente colpiti. In particolare le banche vedrebbero aumentare la propria esposizione creditoria. Ad ogni modo, il ricorso a nuova finanza, rappresenta un ulteriore intervento in alternativa o unitamente alla ristrutturazione del debito.

La mancanza in molti piani, come si diceva, della parte di definizione strategica, tende ad aggravare la situazione.

La raccolta di nuove risorse può avvenire attraverso tre canali.

- attraverso *la concessione di risorse finanziarie "fresche"* da parte dei creditori, in primis, bancari. Di solito la nuova finanza viene concessa dagli istituti bancari maggiormente esposti. Attraverso quindi, il canale creditizio.
- *attraverso interventi sul patrimonio netto nella forma dell'aumento di capitale* sottoscritto dagli attuali azionisti o da nuovi soggetti. Fra i nuovi soggetti coinvolti potrebbero rientrarvi soggetti istituzionali specializzati quali i fondi di private equity, le merchant banks, infine le banche creditrici, le quali potrebbero accettare una conversione dei propri crediti in azioni (*debt / equity swap*). Si tratta, nella sostanza, del canale azionario.
- *altre forme. L'emissione di obbligazioni convertibili e warrants.* Si tratta del canale obbligazionario o di altri canali alternativi, di nuova concezione.

*La partecipazione al capitale di rischio delle imprese è una delle attività tipiche del merchant banker che in questo caso si troverebbe ad assumere un doppio ruolo, quello di advisor incaricato di formulare, attuare e monitorare il piano di ristrutturazione, e quello di azionista.* La presenza della merchant bank di fiducia, all'interno della compagine azionaria dell'impresa risananda, lancia indubbiamente un segnale positivo, di fiducia nel risanamento, nei confronti di tutti coloro che sono interessati alla vicenda, perché si fanno portatori di interessi, a vario titolo, nei confronti dell'azienda stessa.

Tornando alle banche creditrici dell'azienda, l'assunzione di partecipazioni nel capitale delle imprese in crisi e lo scambio di debito (dell'impresa) con azioni è piuttosto frequente nei piani di ristrutturazione finanziaria proposti dagli advisor. L'accettazione da parte dei creditori di azioni in

cambio di debito potrebbe, anche in questo caso, essere un segnale di fiducia, e quindi distensivo, da parte di quest'ultimi nel risanamento dell'impresa. Tale segnale, infatti, potrebbe smorzare le tensioni accumulate dall'ampia schiera di stakeholders interessata alle sorti dell'impresa, fra tutti, i lavoratori.

Oltre ad essere, a volte, l'unica via percorribile, la partecipazione al capitale azionario consente ai creditori di trarre profitto dai benefici economici della ristrutturazione, se questa dovesse essere completata con successo; offre quindi un maggior incentivo a conseguire un effettivo risanamento dell'impresa e non semplicemente il recupero dei crediti. La partecipazione al capitale azionario consente infine, di acquisire il diritto a partecipare attivamente alla gestione dell'impresa risananda attraverso ad esempio, la scelta dei componenti del consiglio di amministrazione. Sotto quest'ultimo punto di vista, una delle decisioni che l'advisor e il gruppo delle banche creditrici si trovano a prendere è quella relativa al mantenere in carica il management dell'impresa oppure affiancarlo o sostituirlo con nuovi soggetti. Una scelta migliore in assoluto sembra non esistere, se il management dimostra un atteggiamento cooperativo, considerarlo parte integrante dello staff potrebbe avere dei vantaggi. Il management in carica conosce l'azienda, le sue particolarità e quindi, nominare nuovi manager che arrivino, in breve tempo, alla medesima conoscenza è molto difficile.

Diverso è il discorso se il management dimostra un atteggiamento di opposizione o di voler difendere ad oltranza le scelte passate che si sono rivelate dannose per l'impresa. In questo caso, la sostituzione sembra essere la strada giusta da percorrere.

La scarsa disponibilità delle banche creditrici a concedere nuovi finanziamenti all'impresa in crisi può essere attenuata dall'emissione a loro favore di obbligazioni convertibili o di warrants. Le obbligazioni convertibili sono strumenti finanziari ibridi, che combinano le caratteristiche delle obbligazioni tradizionali, concedendo il diritto al sottoscrittore di percepire una remunerazione in genere periodica (tranne che non si tratti di zero coupon bonds), ed il rimborso del capitale alla scadenza; danno altresì il diritto al detentore di convertire tali titoli di debito in un numero predefinito di azioni. L'emissione di tali strumenti consente all'impresa in crisi, di ottenere risorse finanziarie a tassi d'interesse inferiori rispetto a quelli praticati sui titoli di debito tradizionali; l'emittente, infatti, riconoscendo al sottoscrittore la possibilità di partecipare ai profitti dell'impresa, riesce ad ottenere uno "sconto" sul tasso di interesse del finanziamento, in un difficile momento della vita aziendale in cui il contenimento degli oneri è fondamentale. L'emissione di obbligazioni convertibili, peraltro, evita all'impresa la necessità di dover ricorrere all'emissione di azioni in un momento in cui verosimilmente il valore di mercato di queste è troppo "basso"; l'emissione di *convertibles* è invece percepita come un segnale positivo, di fiducia del management nelle sorti future dell'impresa. Dal lato dei sottoscrittori,

l'emissione di *convertibles* riduce il conflitto d'interessi tra questi e gli azionisti che in situazioni di crisi tende ad essere molto forte a causa della divergenza di convenienza circa l'opportunità o meno di intraprendere delle azioni rischiose.

Nel contempo, l'emissione di tali strumenti, rispetto all'acquisto di azioni, limita la partecipazione al *downside risk*. Anche quando il prezzo dell'azione non arrivasse a toccare dei livelli che ne giustificano l'esercizio dell'opzione di conversione, il creditore avrà diritto al pagamento degli interessi periodici ed al rimborso del capitale alla scadenza.

I warrants, invece sono strumenti finanziari, ma prima ancora contratti, che danno il diritto al sottoscrittore di acquistare un certo numero di azioni ad un prezzo predefinito ad una scadenza futura. Anche in questo caso si tratta di uno strumento che tende a ridurre il conflitto tra azionisti e creditori. L'emissione di warrants avviene ad un prezzo d'esercizio superiore al prezzo corrente delle azioni circolanti sul mercato, questo segnala la fiducia del management nella risoluzione della crisi. L'emittente ha come obiettivo quello di portare i detentori all'esercizio degli warrants; un mancato esercizio significa che l'impresa non ottiene un afflusso di denaro dalla conversione e significa un ritorno in termini di reputazione assai negativo per l'impresa. L'emittente ha quindi l'incentivo a portare a termine il turnaround, e di conseguenza portare le azioni sul mercato ad un valore superiore al prezzo d'esercizio.

In questi ultimi anni, l'innovazione finanziaria ha accresciuto enormemente il numero e la tipologia di strumenti a disposizione delle imprese che necessitano di risorse per finanziare il risanamento.

Di seguito si fa un cenno ad alcuni di questi strumenti finanziari strutturati.

- i *puttable convertible bond*, contengono oltre all'opzione di conversione, un'opzione put che attribuisce al detentore il diritto di rivendere il titolo all'emittente;
- gli *extendible convertible bonds*, sono obbligazioni convertibili che attribuiscono al detentore, la facoltà di estendere la scadenza dell'opzione;
- i *convertible bonds with knock-out warrants*, che attribuiscono il diritto a partecipare ai profitti dell'impresa e che, nel caso in cui il prezzo dell'azione non raggiunga un certo valore (knock-out), garantiscono un rendimento minimo alla scadenza.

### 3.4 Le operazioni di asset restructuring

In questo paragrafo si analizzano gli interventi che hanno per oggetto gli attivi dell'azienda in crisi. L'intervento sugli attivi ha come fine la produzione di un ammontare di liquidità addizionale rispetto a quanto generato dalla gestione corrente. Tale liquidità si rende necessaria sia per attuare piani credibili di rientro dell'esposizione debitoria nei confronti dei creditori aderenti al piano, sia per destinare la liquidità al potenziamento delle aree di business su cui si concentrerà l'attività dell'azienda dopo la ristrutturazione. In questo senso, la dismissione e la liquidazione di cespiti e/o di aree di business sono complementari agli interventi di riprogettazione della struttura finanziaria dell'impresa in distress. In altre parole, le operazioni di *asset restructuring*, non possono considerarsi degli interventi di ristrutturazione finanziaria in senso stretto, ma non vi è dubbio che tali interventi vadano a produrre, più o meno istantaneamente, degli effetti sulla struttura finanziaria, modificandola sia sotto il profilo qualitativo che sotto il profilo quantitativo.

Gli interventi di asset restructuring possono posizionarsi *su tre livelli differenti per intensità e per impatto* sulla struttura finanziaria esistente.

*Al primo livello si pongono tutti gli interventi di razionalizzazione delle combinazioni prodotto/mercato/tecnologia* nelle quali i responsabili del salvataggio, hanno ritenuto opportuno concentrare le risorse dell'impresa. La razionalizzazione degli attivi presuppone l'individuazione e la valutazione a monte da parte della merchant bank, delle aree d'affari da considerare strategiche, alla luce del nuovo indirizzo che si vuole dare all'azienda, e quindi da mantenere, e delle aree d'affari da dismettere perchè estranee a tale indirizzo. Si tratta di interventi che mirano ad individuare tutte le ipotesi di azione in grado di migliorare i livelli di margine operativo lordo e quelli destinati a comprimere la dinamica del capitale circolante netto, cioè le due variabili responsabili del valore assunto dal flusso monetario generato dalla gestione corrente. Gli interventi di razionalizzazione possono prevedere diverse alternative: riprogettazione del layout, azione sulle linee di prodotto, azione sulle politiche promozionali e distributive e così via, alternative che peraltro, prevedono il possesso, da parte del soggetto che le mette in pratica, di una buona competenza industriale. Gli effetti sugli attivi aziendali sono generalmente mediati e possono essere apprezzati indagando la dinamica delle voci del capitale circolante, in particolare, dei crediti commerciali, delle scorte e dei debiti di fornitura. Compito della merchant bank, è quello di progettare tali interventi, darne seguito e monitorare i risultati conseguiti in termini di riflessi sul conto economico e sulla struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa.

*Il secondo livello di interventi, si concreta nella dismissione di cespiti patrimoniali.* Si tratta di un set di interventi più radicali rispetto i primi, che producono immediatamente i propri effetti sulla struttura

degli attivi dello stato patrimoniale. Tali cessioni non nascono come decisione autonoma, bensì come conseguenza immediata del ridimensionamento della gestione operativa. I casi più frequenti riguardano l'eliminazione di linee di prodotti in perdita o con margini ridotti, l'esternalizzazione della produzione di alcune sue fasi o di altre attività, la dismissione di impianti non più strumentali con conseguente realizzo, la dismissione di cespiti immobiliari, tendenza che negli ultimi anni si è configurata come un'ulteriore opportunità di generare nuova ricchezza, la dismissione di titoli azionari e/o obbligazionari posseduti dall'impresa. Nell'ambito del progetto di esternalizzazione, inserito nel più ampio processo di ristrutturazione aziendale, compito della merchant bank è quello di individuare delle attività da esternalizzare e valutarne la convenienza; a seconda la tipologia dell'impresa, risulta frequente l'esternalizzazione della produzione o di alcune sue fasi. Nell'ambito della dismissione di cespiti non più strumentali all'attività d'impresa, la merchant bank potrebbe assumere l'incarico di valutare tali cespiti e di organizzarne la vendita cercando di concentrare attorno al cespite un ampio numero di potenziali acquirenti al fine di spuntare il prezzo più alto e nel minore tempo possibile.

Le altre attività su cui è possibile fare leva per recuperare liquidità rapidamente, abbiamo visto, sono costituite dai titoli azionari e/o obbligazionari che compongono il portafoglio mobiliare dall'impresa; la merchant bank in questo particolare ambito, potrebbe occuparsi della vendita di tali titoli sul mercato.

*Il terzo livello di interventi rientra nell'area della finanza straordinaria.*

Nell'ambito di questo terzo set di interventi rientrano tutte quelle operazioni che, secondo diverse modalità, modificano in misura sensibile la configurazione globale dell'impresa in termini di aree strategiche d'affari presidiate direttamente o tramite partecipazioni in altre imprese, sono raggruppabili in: *operazioni di dismissione di singole attività* e *operazioni di dismissione di aree di business*. Nel primo caso, la differenza rispetto alle azioni considerate nel secondo livello risiede nel fatto che, in questo caso, la vendita di cespiti è prevista fin dall'avvio del piano di risanamento come decisione autonoma e non come conseguenza diretta o mediata di altre azioni individuate nel piano di ristrutturazione.

Le operazioni di cui si discute comprendono l'alienazione di cespiti e la vendita del *patrimonio immobiliare*<sup>16</sup>, la cessione del portafoglio di *valori immobiliari*<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> La vendita delle immobilizzazioni è venuta assumendo nel corso degli ultimi anni un significato del tutto particolare nell'ambito delle strategie di "creazione del valore". La dismissione di cespiti immobiliari è venuta a configurarsi come un'opportunità di generare nuova ricchezza. Oggetto della dismissione possono essere, sia cespiti non ritenuti strumentali allo svolgimento dell'attività tipica dell'azienda, pertanto cedibili senza compromettere quest'ultima; cespiti "strategici" o strumentali all'attività caratteristica, che successivamente

Nel secondo caso invece, l'azione dei risanatori si concentra sulla ridefinizione del campo d'azione dell'impresa. Tali operazioni si concretizzano nella cessione di partecipazioni non strategiche; nella cessione di aree d'affari non rientranti nel core business dell'azienda, in altre parole non rientranti nel perimetro di attività che l'impresa ha scelto di darsi per il futuro; cessione a terzi, ovvero liquidazione di rami d'azienda previamente scorporati e così via. La finanza in questi casi assume significati "strategici", allorché si passa da atti di disposizione sulle singole attività alle eliminazioni di intere aree strategiche d'affari, cioè di complessi coordinati di risorse. La rilevanza di interventi sulle partecipazioni o sulle aree strategiche d'affari è intuitiva: tali operazioni da un lato contribuiscono a generare liquidità da destinare al risanamento; dall'altro lato, esse costituiscono una premessa indispensabile per la gestione futura dell'impresa, essendo finalizzata a ridisegnare il portafoglio di aree strategiche dell'azienda. In genere, tale ridisegno assume la forma di un ridimensionamento del campo.

La vendita delle immobilizzazioni è venuta assumendo nel corso degli ultimi anni un significato del tutto particolare nell'ambito delle strategie di "creazione del valore". La dismissione di cespiti immobiliari è venuta a configurarsi come un'opportunità di generare nuova ricchezza. Oggetto della dismissione possono essere, sia cespiti non ritenuti strumentali allo svolgimento dell'attività tipica dell'azienda, pertanto cedibili senza compromettere quest'ultima; cespiti "strategici" o strumentali all'attività caratteristica, che successivamente vengono "ripresi in leasing" dall'azienda cedente, la quale assume l'impegno di riacquistarli ad una scadenza predeterminata (sale and lease back).

Si tratta di altre attività sulle quali è possibile agire rapidamente al fine di recuperare liquidità. Se i titoli presenti nel portafoglio dell'impresa hanno un vasto mercato, gli stessi potranno essere ceduti senza particolari difficoltà e in tempi relativamente brevi. I proventi generati dalla cessione, spesso sono destinati a rimborsare i prestiti di cui i titoli stessi costituivano garanzia collaterale.

Va sottolineato che tali azioni non devono essere considerate come un'occasione di svendita di tutto quanto sia cedibile in tempi brevi. La rilevanza e la complessità di questo punto, sta nel fatto che, se da un lato la vendita di attivi genera liquidità ed è quindi, insieme all'azione coordinata sul passivo, funzionale alla prosecuzione dell'attività d'impresa che versa in stato di crisi, dall'altro la cessione

---

vengono "ripresi in leasing" dall'azienda cedente, la quale assume l'impegno di riacquistarli ad una scadenza predeterminata (sale and lease back).

<sup>17</sup> Si tratta di altre attività sulle quali è possibile agire rapidamente al fine di recuperare liquidità. Se i titoli presenti nel portafoglio dell'impresa hanno un vasto mercato, gli stessi potranno essere ceduti senza particolari difficoltà e in tempi relativamente brevi. I proventi generati dalla cessione, spesso sono destinati a rimborsare i prestiti di cui i titoli stessi costituivano garanzia collaterale.

indiscriminata di asset finisce per privare l'impresa risananda della dotazione minimale di attività necessaria per poter garantire la prosecuzione futura della gestione, pur considerando che la gestione sarà fortemente ridimensionata delle azioni di sfofimento del portafoglio business.

Mentre in altri Paesi, Stati Uniti e Gran Bretagna, in particolare, sono molto più frequenti i casi di ristrutturazione volontaria, allo scopo di prevenire la crisi, nel nostro Paese il ritorno al core business è innescato forzatamente da condizioni di crisi che non permettono una continuazione fisiologica dell'attività dell'impresa.

### **3.5 Le altre operazioni di finanza straordinaria**

Fra le altre operazioni di finanza straordinaria, possiamo annoverare le *fusioni per incorporazione*, e più in generale le operazioni di fusione ed acquisizione (cui si dedicherà un apposito paragrafo) e l'*intervento sulla struttura proprietaria* dell'impresa. Alle prime operazioni si ricorre frequentemente nei piani di risanamento come metodo per razionalizzare l'articolazione della struttura organizzativa dell'azienda o del gruppo. In quest'ultimo caso, eliminati a stralcio o per cessione gli assets estranei all'attività caratteristica e quelli non strategici, può rendersi opportuna una riorganizzazione del gruppo attraverso l'eliminazione delle sub-holding che sono state "svuotate" dalle operazioni di dismissione. Tale esemplificazione avviene con la fusione per incorporazione della/e sub-holding stessa/e nella holding capogruppo.

Gli effetti finanziari di una fusione per incorporazione sono da ricondurre alla semplificazione delle strutture del gruppo (accorciamento della catena di controllo), all'eliminazione della duplicazione di alcune funzioni (direzione generale e altri organi di staff) e al conseguente risparmio di costi che da tali effetti possono scaturire.

Le seconde, rappresentano delle soluzioni di ristrutturazione della compagine proprietaria cui spesso si ricorre nell'ambito dei processi di risanamento. Si tratta di operazioni, che non possiamo definire di ristrutturazione finanziaria in senso stretto, ma che inevitabilmente finiscono per riverberare i propri effetti sulla struttura finanziaria, in particolar modo sul patrimonio netto. Spesso il risanamento è invisito anzitutto dagli esponenti della proprietà e dalla direzione temendo un'emarginazione dal contesto gestionale e un'azione di responsabilità da parte dei successori, oltre che dai creditori. Questa ostilità nei confronti del cambiamento, finisce drammaticamente per complicare la situazione, già critica, dell'azienda. E' necessario che qualcuno, poiché si possa dare luogo al piano di risanamento, con tenacia e continuità si dia carico di quest'ultimo, assumendone la guida strategica. Questo "qualcuno" non può che essere il vertice aziendale, dato che ad esso compete la guida strategica dell'impresa.

Non mancano i casi di imprese in crisi guidate da un management che si autoresponsabilizza ed è motivato a risanarle, nonostante gli interventi controproducenti della proprietà.

*Una proprietà solida e responsabile, per quanto detto sopra, sembra essere una condizione necessaria dei processi di risanamento, questo vale sia per le imprese private che pubbliche. E' impensabile un risanamento che non prenda l'avvio da un riassetto della proprietà.* La tensione verso obiettivi di risanamento che sprigiona da una proprietà sana ha una grande efficacia motivazionale nei confronti del vertice aziendale, attraverso il vertice tale tensione si propaga a tutti i livelli sottostanti.

Nel caso di una compagine azionaria ampia, spesso risulta difficile conciliare le attese di ciascuno, da qui, la necessità di provvedere ad una razionalizzazione degli assetti proprietari al fine di disporre di un nocciolo proprietario forte, compatto e coeso nel tentativo di porre il management nelle condizioni migliori per affrontare il risanamento.

Una proprietà solida e responsabile deve essere in grado di comprendere a fondo e soddisfare le esigenze di ricostituzione dei mezzi propri. Tali esigenze sono dovute: alla necessità colmare l'ammontare del deficit patrimoniale accumulato nelle passate gestioni; colmare le perdite che si dovranno ancora sostenere prima di raggiungere il punto di pareggio previsto dal piano; ripristinare, eventualmente, l'ammontare minimo di capitale sociale previsto dalla legge; assicurare all'azienda la dotazione patrimoniale minima che i terzi finanziatori giudicano necessaria per continuare a concedere credito all'impresa.

Le merchant banks che si occupano, in qualità di advisor, di formulare il piano di risanamento, conoscono bene questi principi e meccanismi, sanno quanto sia importante procedere ad un risanamento, con il pieno appoggio della proprietà.

In questo contesto, l'advisor di fiducia, esplica la propria attività di consulenza su un doppio livello: di natura relazionale e di natura tecnica. La componente relazionale ricopre un'importanza vitale in un ambito in cui le operazioni poste in essere, presuppongono una modifica degli assetti proprietari dell'impresa; l'intervento di consulenza proverrà da un soggetto esterno all'azienda, che ha consolidati rapporti con la stessa, che è valutato come soggetto fidato e che conosce gli esponenti del vertice aziendale. Il consulente relazionale deve disporre, prima ancora delle competenze tecniche, di spiccate capacità nella gestione del rapporto con la clientela. La componente tecnica, altrettanto importante quanto quella relazionale, si esplicita attraverso una superiore capacità cognitiva e organizzativa.

Gli strumenti utilizzati per la gestione di problemi riguardanti la riprogettazione della compagine proprietaria sono ascrivibili sostanzialmente a due categorie: *strumenti di natura finanziaria e mobiliare e strumenti di natura giuridica.*

Negli ultimi tempi, nell'ambito della moderna attività bancaria, gli intermediari specializzati (ad esempio le merchant banks), hanno saputo ritagliarsi uno spazio nelle ristrutturazioni proprietarie, rappresentando una valida alternativa al commercialista di fiducia.

Fra gli strumenti di natura finanziaria possiamo annoverare:

- gli interventi di *equity finance* a supporto dell'impresa;
- la *cessione di quote sul mercato azionario*,
- il *family buy out (FBO)*.

Gli interventi che abbiamo definito di equity finance, si sostanziano nella partecipazione al capitale di rischio da parte di soggetti istituzionali, comprese le merchant banks (sul duplice ruolo che le banche d'affari rivestono in questo caso, si dedicherà un approfondimento). Si deve tenere ben presente, che non sempre l'entrata nella compagine societaria di un nuovo soggetto, nella fattispecie, istituzionale, implica l'apporto di nuovi capitali. L'ingresso può avvenire attraverso l'acquisto di quote detenute da soci che vogliono uscire o ridurre la partecipazione, oppure attraverso la sottoscrizione di nuove quote emesse a seguito di un aumento di capitale sociale. Nel primo caso si assiste ad una riorganizzazione della proprietà, con l'ingresso di un socio "forte", il secondo caso invece, conduce ad un rafforzamento patrimoniale.

Anche nel caso in cui si opti per la cessione di parte delle quote detenute da alcuni componenti del "nocciolo duro" della proprietà al grande pubblico degli investitori, ha come obiettivo quello di permettere lo smobilizzo delle rispettive posizioni a chi ha deciso di uscire dalla proprietà.

Il family buy out, potrebbe invece rappresentare una soluzione idonea in presenza di un'impresa familiare, si tratta di un'operazione analoga a quella del leveraged buy out, con la differenza che i promotori dell'operazione sono i membri della famiglia che intendono proseguire l'attività imprenditoriale, una volta risanata l'impresa. Questo tipo di operazione conduce ad una riduzione della compagine proprietaria, ma nello stesso tempo la rende più coesa attorno alle sorti dell'impresa risananda.

Fra gli strumenti di carattere giuridico ricordiamo invece la *costituzione di una holding*. Tale operazione mira a separare l'attività operativa da quella d'indirizzo strategico, che viene mantenuta nelle mani di pochi azionisti. Dal punto di vista finanziario, la creazione della holding consente di ricapitalizzare la società operativa, aprendone la proprietà a soggetti terzi. In questo caso si assisterebbe quindi, ad un ampliamento della compagine azionaria al fine di ricavare da questo, mezzi finanziari utili nel processo di risanamento.

### 3.5.1 La partecipazione al capitale di rischio da parte delle merchant banks

Confinare l'attività del merchant banker alla sola partecipazione al capitale di rischio delle imprese, sarebbe assai riduttivo, come si è visto nei paragrafi precedenti e come si vedrà in seguito; non vi è dubbio, però, che si tratti di un'attività che storicamente appartiene al bagaglio professionale di una merchant bank.

L'esame degli attuali riferimenti normativi mette in evidenza che gli intermediari finanziari, siano esse aziende generali (le banche commerciali) oppure veicoli specializzati (i fondi e le merchant banks), sono stati vincolati ad operare fino ad ora attraverso la sola assunzione di partecipazioni di minoranza, ciò che la normativa in materia non definisce, è la pluralità di operazioni e quindi di tipologie di partecipazioni.

L'attività di partecipazione al capitale di rischio, denominata *private equity*, può essere utilmente suddivisa in tre macro-aree, nelle quali, in genere, le banche d'affari esplicano la loro naturale attività.

- 1) gli *investimenti cosiddetti "in bonis"*,
- 2) gli *investimenti assimilabili al "portafoglio titoli"*,
- 3) gli *investimenti a seguito di situazioni patologiche d'impresa*.

La prima categoria di investimenti, ha per oggetto quelle aziende sane dal punto di vista operativo e che hanno bisogno di aumentare il capitale di rischio per riequilibrare la struttura finanziaria, al fine di far rientrare il quoziente di leverage; per dotarsi di risorse esterne che eccedono le disponibilità di finanziamento della compagine proprietaria o accordate loro dagli istituti di credito, al fine di condurre operazioni di natura straordinaria, ad esempio il ridisegno della compagine proprietaria, o a seguito della formulazione di progetti di crescita sia per linee esterne (attraverso operazioni di fusione e/o di acquisizione), sia per linee interne.

Gli investimenti assimilabili al "portafoglio titoli", riguardano l'acquisto di azioni di grandi aziende quotate e "in bonis", che potrebbero rispondere a svariati obiettivi, come effettuare investimenti di portafoglio con l'obiettivo di rafforzare l'operatività che la banca fornisce all'azienda stessa, attraverso il vincolo azionario. A quest'ultimo caso potrebbero essere legate le decisioni d'ingresso delle banche d'affari all'interno del "nocciolo duro", di grandi imprese, al fine di contribuire alla stabilità degli assetti proprietari o difendersi da operazioni ostili di mercato (*take-over*), in caso di aziende quotate.

L'assunzione di partecipazioni, potrebbe rispondere alla logica di creare delle alleanze durature tra la banca d'affari e le grandi imprese presenti nel territorio nazionale e non solo.

Si tratta in quest'ultimo caso, delle cosiddette partecipazioni "strategiche", si tratta di una politica che richiede ingenti mezzi e che è stata sino ad oggi . Il mercato della riallocazione proprietaria sembra

sempre più ad appannaggio delle merchant banks e dei fondi chiusi. Questo mercato si articola in due specifici segmenti: operazioni volte alla gestione e ricomposizione degli assetti proprietari in capo ad aziende familiari (family finance); operazioni volte alla sostituzione della compagine proprietaria con una nuova, interna o esterna all'azienda.

In questo ramo di attività sembra che esista poco spazio per un vasto numero di intermediari professionali. Infine, l'assunzione di partecipazioni potrebbe essere motivata dalla volontà di realizzare soddisfacenti ritorni economici attraverso l'incasso di dividendi e, susseguentemente alla cessione sul mercato o ad altri veicoli specializzati, alla realizzazione di cospicui capital gains.

Alla terza categoria di investimenti appartengono quelli che, in funzione dello specifico taglio che si è scelto per questo lavoro, ci interessano più da vicino. Si tratta di investimenti effettuati dalle banche d'affari a seguito di situazioni patologiche che gravano sulle imprese.

Come si è avuto modo di dire, in questo caso, la merchant bank potrebbe ricoprire un duplice ruolo: da un lato, quello di advisor nominato dall'impresa e incaricato di formulare il piano di risanamento, metterlo in pratica e monitorare, affinché questo si svolga come previsto; dall'altro lato, il ruolo di azionista nell'impresa risananda. Quest'ultima ipotesi, di un intervento "invasivo" di una merchant bank di riconosciuta validità e professionalità, nei confronti dell'impresa in crisi, rappresenta un chiaro segnale di fiducia lanciato a tutti coloro che si fanno portatori d'interessi nei confronti dell'azienda in difficoltà e che quindi hanno a cuore le sue sorti, in primo luogo i lavoratori ed i creditori.

Elemento cruciale relativo a questa forma di partecipazione, è la capacità dell'azienda partecipata di ristabilire una sana gestione operativa, attraverso il recupero della propria posizione competitiva nel mercato. Considerata l'estrema difficoltà, il rischio elevato e le competenze specialistiche richieste per operare nell'ambito della ristrutturazione stragiudiziale e del turnaround ed in particolare, come si diceva, intervenire attraverso partecipazioni al capitale di rischio, appare poco probabile che gli intermediari finanziari generali (ad esempio le banche commerciali), abbiano convenienza ad entrare in questo segmento, si preferisce così destinare questi interventi a soggetti specializzati quali sono le merchant banks.

### 3.5.2 Le operazioni di merger & acquisition

Con l'espressione anglo-sassone "merger & acquisition" (M&A), di norma s'intende indicare le operazioni di fusione ed acquisizione e, più in generale, l'insieme di operazioni che producono, quale effetto finale, la modificazione in maniera permanente della struttura proprietaria di una o più imprese. In una visione più allargata, le operazioni di merger & acquisition, includerebbero un'ampia gamma di interventi sugli assetti societari fra cui:

- gli scorpori, meglio conosciuti come *spin-off*<sup>18</sup> e i conferimenti "multipli", conosciuti come *split-off*;
- le operazioni di *equity carve-out*<sup>19</sup>;
- le *scissioni*;
- i *buy-back azionari*, ossia l'acquisto da parte dell'azienda di azioni proprie nei limiti imposti dall'ordinamento giuridico.

Si tratta di operazioni che hanno un carattere straordinario, nel senso che sono poste in essere al fine di realizzare obiettivi che non rientrano tra quelli normalmente assegnati alla finanza ordinaria, ossia: l'acquisizione di risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività tipica dell'azienda, l'impiego della liquidità e la gestione della tesoreria. Si tratta di un'area di business molto importante e redditizia per le merchant banks, delle quali, più avanti s'indagherà il ruolo ed i servizi offerti.

Con il termine *spin-off*, s'intende la separazione dalla azienda-madre di una linea di business alla quale si assegna un'autonomia giuridica e gestionale. Con il termine *split-off* s'intende lo scorporo di una pluralità di rami d'azienda dalla società originaria, dando vita a più società. Sia lo *spin-off* che lo *split-off*, hanno come tratto distintivo il fatto di produrre degli scambi di assets tra i soggetti che partecipano all'operazione, nello *split-off* il conferimento degli asset dalla casamadre alle neo-costituite società è plurimo, mentre nello *spin-off* è unico.

L'*equity carve-out* è una particolare tipologia di *spin-off* posta in essere soprattutto allo scopo di ottenere risorse finanziarie dal mercato, attraverso il conferimento di un ramo aziendale in un veicolo societario destinato ad essere ammesso alla quotazione in borsa.

---

<sup>18</sup> Con il termine *spin-off*, s'intende la separazione dalla azienda-madre di una linea di business alla quale si assegna un'autonomia giuridica e gestionale. Con il termine *split-off* s'intende lo scorporo di una pluralità di rami d'azienda dalla società originaria, dando vita a più società. Sia lo *spin-off* che lo *split-off*, hanno come tratto distintivo il fatto di produrre degli scambi di assets tra i soggetti che partecipano all'operazione, nello *split-off* il conferimento degli asset dalla casamadre alle neo-costituite società è plurimo, mentre nello *spin-off* è unico.

<sup>19</sup> L'*equity carve-out* è una particolare tipologia di *spin-off* posta in essere soprattutto allo scopo di ottenere risorse finanziarie dal mercato, attraverso il conferimento di un ramo aziendale in un veicolo societario destinato ad essere ammesso alla quotazione in borsa.

La scissione è un'operazione con la quale il patrimonio di una società viene suddiviso e attribuito ad altre società. L'operazione, nota anche con l'espressione anglo-sassone "demerger", può consentire alla società di portare avanti un progetto di razionalizzazione e/o riorganizzazione dell'assetto societario.

Nelle pagine precedenti, si è visto come le fusioni e le acquisizioni, ma in particolare le prime, possano essere annoverate nel piano industriale, fra gli interventi a sostegno della ristrutturazione aziendale di un'impresa in crisi.

I motivi che inducono il management di un'impresa a ricorrere a questo tipo di operazioni complesse sotto il profilo sia tecnico che legale, però, possono anche essere altri e tanti, ma tutti accomunati dalla volontà di incidere sull'assetto strategico e strutturale dell'impresa in oggetto.

I motivi più comuni sono:

- la volontà di seguire strategie di crescita per "linee" esterne, ossia accrescere la propria quota di mercato, acquisendo, magari, un concorrente pericoloso, con o senza impiego di nuove risorse finanziarie;
- l'esigenza di riorganizzare l'azienda, di entrare in nuovi mercati o in nuovi settori;
- motivazioni economiche quali accrescere le proprie dimensioni al fine di realizzare economie di scala, di esperienza e/o di scopo;
- la necessità di modificare l'identità giuridica della società o di alcune sue controllate;
- l'esigenza di coinvolgere nuovi investitori nell'azionariato o ricomporre l'assetto azionario attuale;
- l'esigenza di "liberarsi" di attività o di aree di business percepite come non più strategiche o strumentali al raggiungimento degli obiettivi di crescita futuri.

Dopo aver parlato delle principali operazioni riconducibili all'area dell'M&A, ci soffermeremo sul ruolo delle merchant banks e sui fattori critici su cui fare leva per avere successo in questo segmento di business.

In primo luogo, la merchant bank svolge il ruolo di advisor, ossia di promotore dell'operazione, garantendo la buona riuscita della stessa, nell'ambito delle operazioni di acquisizione, in particolare, si occupa di gestire l'intero processo, partendo dal contatto con i potenziali clienti finalizzato all'ottenimento di un mandato (di un incarico da parte della azienda-cliente a vendere o ad acquisire), alla chiusura dell'operazione, che rappresenta l'ultimo passo del complesso processo negoziale che porta al perfezionamento della cessione, infine, alla gestione del contratto postoperazione, con l'obiettivo di mantenere in essere la relazione di fiducia instauratasi con il cliente.

In secondo luogo il finanziamento delle operazioni di acquisizione viene effettuato con strumenti di capitale di debito, oltre che con il ricorso al capitale di rischio, che presuppongono rapporti finanziari

con una pluralità di intermediari finanziari tra cui le merchant banks, che svolgerebbero un ulteriore importante ruolo.

In terzo luogo offre all'azienda-cliente un'ampia gamma di servizi ad alto valore aggiunto, di natura tecnica nonché legale. Si tratta di un "pacchetto" di attività svolte a supporto dell'operazione di M&A, molto ampio e difficilmente generalizzabile, dato che ogni transazione presenta una propria specificità e complessità.

### **3.6 Gli Interventi Sulla Struttura Proprietaria E La Conclusione Del Rapporto Di Merchant Banking: Il family buy-out**

L'operazione di family buy-out (FBO), è analoga a quella di leveraged buyout. Si sostanzia, in linea generale, nell'acquisizione di una società attraverso il ricorso all'indebitamento, quest'ultimo necessario per finanziare, almeno in parte, l'acquisizione stessa. La sostanziale differenza risiede che nel family buy-out, i promotori dell'operazione sono i membri della famiglia che intendono mantenere il comando, e quindi proseguire l'attività imprenditoriale, dell'azienda in oggetto.

Mediante l'FBO vengono raccolti i capitali finanziari che si rendono necessari a garantire l'uscita dei soci non più interessati a partecipare alla gestione o non più disposti a permanere nella società in qualità di finanziatori, riducendo così la compagine proprietaria a coloro che intendono investire ancora nell'impresa a carattere familiare. Quest'operazione, non porta ad un rafforzamento patrimoniale, ed è quindi utilizzabile allo scopo di gestire il problema successori.

Nell'operazione classica di FBO sono coinvolti inizialmente due categorie di soggetti: *i promotori dell'operazione*, che sono i soci che intendono continuare la gestione e *l'impresa di famiglia*, denominata *target*, nella fattispecie. I promotori formano una terza società, chiamata NewCo (abbreviativo di new corporation), che ottiene i finanziamenti, principalmente a titolo di capitale di debito, per poter effettuare l'acquisizione dell'impresa-target e dove essi conferiscono le loro partecipazioni. La NewCo è quindi, un veicolo creato appositamente, nel quale affluiranno sia le risorse finanziarie contratte a titolo di debito presso gli intermediari, sia i mezzi finanziari propri dei promotori dell'operazione<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> La struttura finanziaria tipica di un'operazione di buy-out prevede tre diverse tipologie di fonti di finanziamento: il debito senior, il debito subordinato e il capitale azionario. Il debito senior è rappresentato dal complesso di finanziamenti a medio-lungo termine concessi a fronte dell'operazione, recanti una clausola di rimborso privilegiato rispetto gli altri debiti. La loro durata compresa fra i 5 e gli 8 anni. Il debito subordinato,

Dopo l'acquisizione, la NewCo si fonde per incorporazione con la società-target. Le attività che fanno ora parte del patrimonio della nuova società nata dalla fusione, rappresentano la garanzia a fronte del rimborso del debito contratto.

L'utilizzo di un FBO classico si può presentare problematico quando esso implica un elevato grado di leva finanziaria. In questo caso l'uscita di una parte dei soci è resa possibile solo accettando che il reddito prodotto in futuro dall'impresa, sarà utilizzato per ripagare il servizio del debito.

L'operazione in genere prevede una ricapitalizzazione, che, se non potrà essere finanziata internamente, renderà necessaria l'apertura della compagine proprietaria a soggetti esterni.

Una variante all'operazione tradizionale sopra esposta, consiste nell'acquisizione diretta delle quote dei soci che intendono uscire dalla compagine proprietaria da parte di quelli che sono intenzionati a rimanere al comando dell'impresa, senza finanziamento a titolo di debito da parte di soggetti esterni.

Quanto detto, è possibile se i promotori hanno a disposizione i mezzi finanziari a sufficienza per liquidare i soci uscenti.

Le banche d'affari partecipanti ad un'operazione di family buy-out, ma più in generale, di leveraged buy-out, possono rivestire due ruoli.

- di banche che offrono un servizio di *origination*, consistente nella progettazione delle caratteristiche economiche e tecniche dell'intera operazione con i relativi strumenti finanziari, di norma le banche apportano anche capitale di rischio;
- di banche che conferiscono solo capitale di debito, nelle diverse forme tecniche. Nel primo caso (*origination*), indipendentemente dal soggetto che ha preso l'iniziativa dell'operazione, il ruolo della merchant bank, che possiamo definire *sponsor* dell'operazione, si sostanzia nell'assolvimento di alcune specifiche funzioni attinenti, come abbiamo detto, alla progettazione della struttura dell'operazione, ossia:

a) l'analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società-target e predisposizione di una valutazione tesa all'individuazione del prezzo di acquisto congruo;

---

noto anche come junior, è costituito da finanziamenti il cui rimborso e la remunerazione sono postergati rispetto al debito senior, in caso di dissesto della società, il loro rimborso avviene solo dopo il soddisfacimento dei creditori senior. Si tratta di prestiti a media-lunga scadenza compresi fra i 5 e i 12 anni. Il capitale azionario, infine, rappresenta un ulteriore canale attraverso il quale far affluire risorse finanziarie a sostegno dell'operazione. Il capitale azionario è apportato in genere dai soci della società acquirente in sede di sottoscrizione del capitale della stessa. Per un approfondimento vedasi: P. Ferrari, Gli intermediari finanziari e le operazioni di leveraged buy-out, in G. Forestieri, Corporate & Investment banking, EGEA, 2003.

b) la definizione della struttura finanziaria dell'operazione compatibile con le caratteristiche economico-finanziarie della società; predisposizione dell'*offering memorandum*, ossia un documento nel quale sono sintetizzate tutte le caratteristiche del progetto di buy-out;

c) l'individuazione di un gruppo di finanziatori in grado di apportare le risorse finanziarie necessarie all'acquisizione, insieme ai quali costituire un pool di intermediari per la concessione di debito *seniore* e il classamento dell'eventuale debito subordinato necessario per il completamento della struttura finanziaria dell'operazione<sup>60</sup>. In quest'ultimo caso, la banca d'affari, in qualità di sponsor dell'operazione, si occupa anche di negoziare le condizioni dei finanziamenti erogati dai prestatori di fondi, nonché delle garanzie da concedere.

Nel secondo caso, il ruolo degli intermediari conferenti capitale di debito, esige di considerare separatamente la posizione di quegli intermediari che conferiscono debito senior e la posizione di coloro che conferiscono debito subordinato nelle diverse forme tecniche. La concessione di finanziamenti senior viene effettuata di norma da un pool di banche, organizzato attorno ad un soggetto capofila. Nell'organizzazione del pool e nella raccolta di mezzi finanziari necessari all'operazione, la banca d'affari, in qualità di sponsor, potrebbe giocare un ruolo importante, negoziando le condizioni del finanziamento, come abbiamo avuto modo di dire. E' anche in base la reputazione della merchant bank che le banche finanziatrici decidono di sottoscrivere il prestito.

La concessione di finanziamenti junior, incorporano un grado di rischio maggiore rispetto ai primi, per tale motivo prevedono dei tassi di remunerazione maggiori. L'offerta di debito subordinato in genere proviene da fondi d'investimento, compagnie d'assicurazione, fondazioni e fondi pensione interessati a diversificare il proprio portafoglio. Inoltre, si è visto un rinnovato interesse per i settori tradizionali di base quali l'alimentare, la metallurgia, la meccanica ed elettro-meccanica. Settori che stanno attirando attenzione sono quelli dei servizi in generale, in particolare i servizi finanziari; anche i servizi nell'ambito high-tech stanno richiamando l'interesse degli operatori in merito alle operazioni di buy-out.

### 3.6.1 Il leveraged/management buy-out

Il leveraged buy-out può essere definito come una tecnica finanziaria impiegata per acquisire il controllo di una società (old company: Oldco detta anche società obiettivo o target o bersaglio) attraverso l'utilizzo di fondi resi disponibili, in prevalenza, da finanziatori istituzionali e quindi, attraverso un ricorso spinto all'effetto di leva finanziaria.

L'operazione, generalmente, si realizza attraverso le seguenti fasi:

1. *costituzione*, da parte dei promotori dell'iniziativa, di una nuova società (new company: Newco), al cui capitale possono partecipare, in misura più o meno accentuata, anche i finanziatori istituzionali;
2. *reperimento sul mercato dei finanziamenti* che, sommati al capitale proprio della Newco, consentono di rilevare il controllo della Oldco;
3. *acquisto del capitale azionario della Oldco* da parte della Newco;
4. eventuale *fusione per incorporazione della Oldco nella Newco*;
5. *cambio della denominazione sociale della Newco in quella della Oldco* ( per conservare il vecchio nome generalmente più conosciuto).

A seconda del peso che assumono nella Newco le diverse categorie di soggetti partecipanti al capitale di rischio l'operazione di LBO acquisisce una diversa e più specifica denominazione.

Quando la maggioranza di tali soggetti è costituita dallo stesso management della vecchia azienda, Oldco, allora il LBO prende il nome di *Management Buyout* (MBO); qualora l'acquisizione da parte del management venga realizzata attraverso l'utilizzo della leva finanziaria, l'operazione viene definita *management leveraged buy - out* (MLBO).

Le operazioni appena indicate, possono presentare caratteristiche specifiche diverse, anche se tutte sono fondate sull'assunto che i promotori investono mezzi propri di limitata entità, mentre le risorse finanziarie necessarie ad assicurare il rimborso dei rilevanti debiti contratti per l'acquisto del capitale azionario ed i correlati oneri finanziari verranno drenati dall'impresa obiettivo.

Quest'ultima, pertanto, oltre ad assicurare negli anni, un flusso di cassa tale da porre la Newco nelle condizioni di poter puntualmente adempiere agli impegni assunti, relativi sia al pagamento degli oneri finanziari scaturenti dai debiti contratti, sia al rimborso delle quote capitali in scadenza, deve continuare a garantire anche la formazione delle risorse finanziarie necessarie a completare o porre in essere gli investimenti precedentemente previsti dalla Oldco e produrre margini operativi almeno costanti.

Ne consegue che l'analisi dei bilanci e dei flussi di cassa generati dalla Oldco, e più ancora dei preventivi riferiti ai tre o cinque anni successivi alla data di trasferimento della proprietà, è tutta tesa a verificare che le condizioni innanzi esposte si possano ragionevolmente verificare nei tempi previsti dai

piani finanziari di rimborso, assicurando nel contempo alla Newco una redditività ed una liquidità non inferiore a quella di cui godeva la Oldco.

Tuttavia va evidenziato che l'intera operazione non è posta in essere per finanziare o consolidare i debiti della Oldco, che già possiede in sé le potenzialità economico-finanziarie per proseguire la propria attività, ma per consentire la traslazione della proprietà di un'azienda o di un suo ramo.

Sono diverse le forme che può assumere una operazione di leveraged buy-out a seconda dei soggetti che la mettono in essere, della tecnica finanziaria utilizzata e della stessa forma di finanziamento alla quale si attinge.

In effetti la diffusione che questa tecnica ha fatto registrare negli ultimi anni è dovuta in buona parte al suo configurarsi come un ottimo strumento per l'acquisizione societaria; essendo infatti particolarmente flessibile ed adattabile, appare suscettibile di realizzazione attraverso molteplici schemi, ed idonea ad essere modificata in rapporto alle evoluzioni economiche dei mercati nei quali viene applicata, alle singole normative esistenti negli stessi e soprattutto alle peculiarità del caso concreto.

La struttura tipica di un LBO prevede generalmente la costituzione di una nuova società veicolo *Newco* (detta anche *Shell company*) all'unico scopo di procedere all'acquisizione della società bersaglio, detta *Target*. Generalmente *Newco* è una scatola vuota, il cui capitale di rischio è ridotto al minimo, ed è determinato sulla base della struttura finanziaria futura che si desidera fare assumere alla società risultante dalla fusione con *Target* e che si stima possa da essa essere sopportata; nulla vieta tuttavia che ci si possa servire anche di un'impresa in avviato funzionamento, dotata quindi di una propria struttura patrimoniale e di un'autonoma attività generatrice di flussi di reddito, la quale per finanziare l'acquisizione ricorra in maniera significativa a finanziamenti a titolo di credito<sup>21</sup>.

L'erogazione del finanziamento contratto da *Newco* (fase 1) avviene in genere contestualmente all'acquisto della società bersaglio, ed è utilizzato per il pagamento del corrispettivo pattuito per l'acquisizione. Tale finanziamento può assumere diverse forme, ed in particolare quella di un unico finanziamento a medio/lungo termine, ovvero quella di un finanziamento a breve termine seguito da un rifinanziamento a medio/lungo termine una volta avvenuta la fusione con *Target*. L'acquisto (fase 2) riguarda la totalità del capitale della società bersaglio, o comunque quella maggioranza qualificata che permetterà poi di ottenere la delibera di fusione.

La fusione (fase 3) è l'atto conclusivo di tale manovra. Avviene in genere per incorporazione di *Target* in *Newco*, di conseguenza l'attivo patrimoniale della società veicolo che precedentemente alla fusione

---

<sup>21</sup> Tuttavia perché si possa parlare di leveraged buy-out è assolutamente necessario che il debito relativo al finanziamento al quale si attinge venga assunto dalla società acquisita.

era costituito esclusivamente dalle azioni di Target, in seguito ad essa viene integrato da tutto l'attivo patrimoniale della società bersaglio, mentre sul fronte delle passività, al passivo patrimoniale di quest'ultima verrà aggiunto il debito contratto per il suo acquisto<sup>22</sup>. In definitiva con tale manovra il rimborso del debito contratto (fase 4) verrà effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dalla società acquistata ( o mediante l'alienazione di sue attività, possibilmente non strategiche).

Figure particolari di LBO sono il *management buyout*, il *management buy-in*, l'*employee buy-out*, il *family buy-out* ed il *corporate buy-out*.

La peculiarità di tutte queste operazioni riguarda il soggetto dal quale viene assunta l'iniziativa. Nel management buy-out è il top management dell'azienda Target che procede all'acquisizione della stessa in maniera tale che "venga a coincidere la proprietà ed il controllo del capitale nelle mani dei medesimi soggetti"<sup>23</sup> con evidenti risparmi in termini di costi di agenzia, cioè di tutti quei costi necessari per neutralizzare eventuali comportamenti opportunistici del management nei confronti della proprietà, e di economie di velocità derivanti da una maggiore elasticità del processo decisionale a livello strategico. I medesimi vantaggi sono ottenibili anche tramite un'operazione di management buy-in che si differenzia da quanto precedentemente descritto poiché il management che in seguito all'acquisizione gestirà l'azienda è esterno alla società bersaglio ed andrà a sostituire gli amministratori precedenti. In questo caso dunque non vi è il rischio di incappare in potenziali conflitti di interessi, non essendo il top management contemporaneamente responsabile della gestione della società bersaglio e della società veicolo, ma nemmeno di usufruire dei vantaggi ottenibili in termini di rapidità nel processo di valutazione e negoziazione, presenti invece in un management buy-out ove l'acquirente conosce l'azienda, la strategia, gli impianti, la struttura ed i fabbisogni finanziari meglio di chiunque altro.

In entrambe le varianti appena descritte è possibile comunque osservare come la tecnica del LBO risulti fondamentale per la creazione di un'imprenditorialità ad alta professionalità dotata di capacità e conoscenze tecniche ma di uno scarso capitale iniziale che non riuscirebbe ad ottenere altrimenti le risorse finanziarie per esprimersi, collaborando così a rendere più variegato il tessuto imprenditoriale presente nel sistema economico.

Ulteriori fattispecie riconducibili allo schema del leveraged buy-out dal punto di vista del soggetto che mette in essere l'operazione sono infine l'employee buy out, nel quale è un gruppo di dipendenti della società bersaglio a proporsi come acquirente, il family buy-out, che si verifica nei casi in cui le azioni di Target sono detenute dai componenti di un nucleo familiare intenzionato a mantenere la proprietà

---

<sup>22</sup> Si parla in questo caso di merger leveraged buy out, mentre viceversa, qualora si proceda all'incorporazione di Newco in Target si parla di fusione inversa o di reverse merger.

<sup>23</sup> L.GUALTIERI, *Dirigenti e Capitali di impresa* Il Mulino 2007

nelle mani della famiglia stessa o di un suo ristretto numero di membri, ed il corporate buy-out attraverso il quale si perseguono sostanziali finalità di riorganizzazione degli assetti patrimoniali. Considerando poi la tecnica finanziaria mediante la quale si sviluppa l'operazione, si possono individuare due forme utilizzate.

Si definisce "*cash merger*" la modalità più ricorrente, effettuata tramite l'acquisto delle quote rappresentative del capitale dell'impresa *Target*. Si definisce invece "*asset for cash*", la modalità consistente nell'acquisizione esclusiva di quelle attività patrimoniali selezionate sulla base degli obiettivi futuri del compratore; in quest'ultima maniera l'acquirente non subentra al cedente nelle obbligazioni assunte e dunque, se da un lato non può beneficiare di eventuali crediti di imposta, dall'altro si tutela da qualsiasi responsabilità precedente all'acquisizione<sup>24</sup>. In particolare risulta conveniente utilizzare la prima tipologia quando la quotazione dei titoli sottostima l'effettivo valore della società e quando nella società siano compresi per esempio crediti d'imposta o comunque eventuali perdite di esercizio accumulate da poter scontare; converrebbe invece in maniera maggiore l'*asset for cash* qualora si fosse interessati esclusivamente ad una particolare divisione, o a determinati *assets* patrimoniali.

Infine dal punto di vista della forma del finanziamento possiamo distinguere tra leveraged buy-out basati su finanziamenti "*secured*" e leveraged buy-out basati su finanziamenti "*unsecured*".

Nella prima categoria rientrano quelle acquisizioni finanziate interamente, eccetto un'esigua percentuale costituita da mezzi propri, con crediti garantiti da attività dell'impresa acquisita, mentre nella seconda rientrano quelle in cui almeno in parte il finanziamento non sia garantito da *assets*, ma dalla capacità dell'impresa di generare flussi finanziari sufficienti a ripagare gli oneri finanziari e la quota capitale. La scelta in relazione alla tipologia da adottare può dar vita in concreto anche a forme ibride rispetto a quelle schematizzate, ed è guidata non solo dalle finalità perseguite da coloro che mettono in atto l'operazione, ma anche e soprattutto dalle eventuali barriere legislative e da ragioni di carattere fiscale.

---

<sup>24</sup> In caso di cessione di ramo d'azienda (più frequente della sola cessione di beni o attività) vige l'art. 2560 II comma del c.c. per cui "Nel trasferimento di un'azienda commerciale risponde dei debiti [...] anche l'acquirente dell'azienda, se essi risultano dai libri contabili obbligatori". In tal caso l'acquirente pur accollandosi i debiti aziendali, non risponde di passività successivamente sopravvenute, non iscritte in bilancio (cosa che invece accade in caso di acquisto di partecipazione).

Nonostante l'operazione di LMBO dalla sua nascita ad oggi abbia goduto del favore degli operatori grazie alla sua duttilità ed efficacia, non sono mancate negli anni forti critiche sviluppatesi principalmente in tre direzioni.

- i leveraged & management buy-out non creano nuova impresa;
- i leveraged & management buy-out generano un eccessivo indebitamento dell'intero sistema industriale rendendolo meno atto a resistere a fasi negative quali possono essere le recessioni (*"the more leveraged takeovers and buy-out today, the more bankruptcies tomorrow"* Shad, ex-presidente della SEC nel 1984);
- i leveraged & management buy-out traggono la loro principale ragione d'essere dal vantaggio fiscale ad essi correlato.

A tali accuse i sostenitori di questo tipo di operazioni hanno risposto argomentando che, se è vero che i LMBO non creano nuova impresa, è altrettanto vero che generalmente provocano cambiamenti nella strategia e nella gestione per favorire la produzione dei flussi di cassa e di reddito necessari a coprire il peso economico e finanziario del maggiore indebitamento, rendendo di converso la società acquisita più competitiva. In quest'ottica il vantaggio fiscale, pur importante per rendere più conveniente la realizzazione di un leveraged & management buy-out, non è sicuramente il motivo principale per cui vengono poste in essere questo tipo di operazioni finanziarie che puntano invece a una ristrutturazione della società *Target* ed a un recupero di efficienza che possa portare in seguito ad una creazione di valore a favore non solamente degli azionisti di *Newco*, ma in definitiva di tutto il tessuto imprenditoriale che si vede sollevato dal peso di un'impresa che opera al di sotto delle sue possibilità. Per quanto riguarda invece l'eccessivo livello di indebitamento nel quale si verrebbe a trovare l'intero sistema industriale i sostenitori di queste operazioni rispondono rifacendosi ad uno studio condotto sui rapporti di indebitamento e i tassi di interesse nelle imprese americane dal 1952 al 1987 nel quale emergeva che i rapporti tra debiti e valore di mercato del patrimonio netto erano nel 1987 appunto, allineati o addirittura inferiori agli stessi valori fatti registrare nei primi anni '70 quando il fenomeno del LMBO era ancora in fase di sviluppo.

Anche l'indubitabile miglioramento di performance delle aziende sottoposte a leveraged & management buy-out, che da molti è stato visto come fattore determinante per la riuscita o meno dell'operazione, non è stato capace di mettere d'accordo sostenitori e detrattori del LMBO riguardo alle motivazioni dalle quali esso possa essere generato. I primi infatti lo ricollegano alla più razionale gestione delle risorse aziendali che avviene di conseguenza alla necessità di onorare il debito assunto, mentre i secondi lo ritengono derivante da una sorta di redistribuzione di ricchezza a vantaggio dei manager proprietari ma a danno dei lavoratori colpiti da riduzioni di occupazione e di salari.

### 3.6.2 Le operazioni di Portage

All'espressione *Portage* si tende ad associare operazioni diverse tra loro che, naturalmente hanno alcuni elementi in comune.

Le motivazioni sottostanti alla costruzione delle singole operazioni possono, di volta in volta, rinvenirsi in:

- transazioni aventi ad oggetto lo scorporo di assets patrimoniali da ristrutturare e rivendere;
- il consolidamento di debiti ovvero la sottoscrizione di aumenti di capitale necessari per lo sviluppo di un'impresa da ricollocare sul mercato;
- l'acquisto di pacchetti azionari da rivendere, dopo breve periodo, ad un soggetto già individuato.

Una caratteristica comune di tali operazioni risiede nell'usuale ridotto profilo di rischio assunto dalle merchant bank rispetto alla redditività delle operazioni stesse.

La merchant bank, prima di porre in essere l'operazione:

1. valuta le modalità di rientro del proprio investimento attraverso un'analisi revisionale prudenziale dei flussi di cassa che saranno generati dal soggetto che s'impegna a monetizzare l'investimento;
2. richiede alla controparte il rilascio di alcune garanzie che la pongano nella condizione di controllare il rispetto delle previsioni contenute nei piani finanziari e, nell'ipotesi in cui le aspettative non si concretizzino, le accordino la facoltà di escutere tali garanzie senza problemi e con la presumibile certezza di rientrare dell'esposizione;
3. si assicura una remunerazione del capitale investito uguale o leggermente superiore a quella di mercato, anche se essa è condizionata, naturalmente, anche dalla rischiosità dell'operazione.

### 3.6.3 La cessione di azioni sul mercato: le IPOs

Abbiamo visto nelle pagine precedenti, come la cessione di quote sul mercato azionario, possa rappresentare per l'impresa uno degli strumenti finanziari per perseguire obiettivi di riassetto della struttura proprietaria, volti a risolvere problemi di governance ostacolanti un eventuale processo di risanamento dell'impresa in crisi.

Le banche d'affari in questo segmento di business, ricoprono dei ruoli ben precisi. La cessione di quote di partecipazione dell'azienda in oggetto, configura, se questa non è quotata sul mercato azionario, quella che viene definita "*initial public offering*" (IPO), e conduce ad una serie di risultati. La quotazione diretta sul mercato azionario ha, infatti, una doppia valenza: da un lato rappresenta

un'operazione che conduce all'estromissione dei soci non più interessati a continuare a partecipare alla gestione, quindi rappresenta una via valida per ultimare un processo di ricomposizione della compagine proprietaria; dall'altro lato si configura come un'operazione di ricapitalizzazione dell'impresa neoquotata, attraverso la quale è possibile superare il tetto di risorse finanziarie che i soci promotori sono in grado di mettere a disposizione al servizio della gestione aziendale.

La quotazione sul mercato azionario, inoltre, consente un'ulteriore serie di vantaggi, cui facciamo cenno.

- la maggiore visibilità dell'azienda;
- l'aumentata attrattività per i manager;
- l'accesso più agevolato al mercato del credito;
- la possibilità di dismettere più facilmente la quota di partecipazione posseduta grazie all'aumentata negoziabilità dei titoli.

Nello stesso tempo, con l'accesso alla quotazione ufficiale in borsa l'azienda decide di creare un mercato ufficiale per i propri titoli, esponendosi consapevolmente al confronto con le altre società già presenti sul listino, e sottoponendo le proprie capacità reddituali al giudizio della comunità finanziaria.

La quotazione in borsa (IPO), si presenta come un'operazione complessa, per la numerosità delle scelte che l'impresa deve affrontare, la ristrettezza dei tempi di realizzazione e la necessità di rispettare i vincoli e le procedure previste dalla normativa. L'impresa, per portare a compimento la decisione di quotarsi in borsa deve ricorrere pertanto a degli intermediari specializzati. Le banche d'affari anche in questo campo rivestono un ruolo decisivo, per la numerosità delle attività che gli competono e che riguardano sia gli aspetti formali quanto quelli sostanziali.

Le merchant banks svolgono i seguenti ruoli<sup>25</sup>:

- 1) lo scouting;
- 2) la scelta del mercato;
- 3) la valutazione dell'impresa;
- 4) la strutturazione dell'operazione;
- 5) l'esecuzione della procedura di collocamento.

Per *scouting* s'intende l'attività di individuazione da parte della merchant bank di potenziali clienti cui proporre l'iniziativa della quotazione. Si tratta di una tendenza sviluppatasi nel corso degli ultimi anni data l'aumento della concorrenza in questo segmento del corporate banking.

---

<sup>25</sup> G. Forestieri, Corporate & Investment banking, EGEA, 2007; [www.ipo.it](http://www.ipo.it)

Ricevuto il mandato dalla società che ha intenzione di quotarsi, la merchant bank, in qualità di sponsor e curatrice dell'operazione, si adopera per selezionare il mercato ufficiale ritenuto più idoneo alla quotazione. La selezione del mercato non risulta così immediata, ma dipende da una serie di fattori. Una prima scelta riguarda la nazionalità del mercato: si può, infatti, optare per il mercato del paese d'origine dell'impresa o di paesi esteri. In qualche caso la quotazione può avvenire contemporaneamente su due piazze differenti. Quest'ultima scelta, in genere, riguarda aziende di grandi dimensioni.

Una seconda scelta riguarda l'opzione di collocarsi sul mercato principale o su specifici segmenti di mercato, questo dipende da alcuni requisiti che l'azienda deve possedere<sup>26</sup>.

Un terzo criterio di selezione è riferibile alla procedura di negoziazione adottata nei diversi mercati. Le piccole e medie imprese possono trovare conveniente, almeno nei primi anni, quotarsi in un mercato gestito da market makers, che assicurano liquidità al titolo. La necessità da parte dell'azienda di accreditarsi presso la comunità finanziaria, guadagnando visibilità impone di realizzare un percorso itinerante presso le principali piazze finanziari del Paese in cui si è scelto di quotarsi. Compito della merchant bank è quello di curare, sia questo roadshow di presentazione, sia l'attività di investor relations in maniera continuativa presso la comunità finanziaria, analisti e investitori.

Il collocamento di titoli finalizzato alla quotazione può essere descritto come un processo di negoziazione in cui l'obiettivo di ciascuna controparte, è l'ottenimento del prezzo a sé più favorevole e che vede coinvolti, da un lato, l'impresa emittente, che vuole massimizzare il prezzo di emissione; dall'altro gli investitori, che vogliono minimizzare il prezzo di emissione. Tra i due soggetti si hanno problemi di asimmetria informativa in quanto.

- l'impresa ha vantaggi informativi sul proprio stato economico ma ha il problema di come deve essere credibile nel segnalare ai terzi il reale valore dei titoli da cedere;
- gli investitori hanno vantaggi informativi sul prezzo di mercato cui sono disposti a sottoscrivere i titoli, ma non desiderano svelare tale soglia per potere mantenere margini di contrattazione.

Il problema è definire un prezzo di emissione che concili le due esigenze al minor costo di transazione.

Si apre a questo punto una terza fase, quella della *valutazione dell'azienda*, in cui la merchant bank si interpone fra le due parti, al fine di ridurre i problemi di sono disposti a concludere le negoziazioni sul titolo. L'obiettivo è di garantire liquidità al titolo, ossia la facile negoziabilità, rispetto ai mercati

---

<sup>26</sup> Nella Borsa Italiana ad esempio, il segmento delle Blue Chips è destinato ad accogliere aziende con una capitalizzazione superiori agli 800 milioni di euro; il segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti), comprende le aziende di media e bassa capitalizzazione che rispondono ad elevati requisiti di liquidità e trasparenza.

organizzati ad asta, dove gli scambi sono completati quando l'ordine del compratore/venditore trova una controparte.

Il vincolo che la banca deve rispettare è duplice: massimizzare il risultato per l'impresa cliente, estraendo maggiori informazioni dagli investitori; soddisfare il pubblico degli investitori, cui si impegna a fornire un "buon titolo". La sanzione "morale" cui andrebbe incontro la merchant bank in caso di mancato soddisfacimento delle parti in causa, è la perdita di reputazione e l'esclusione dal mercato dei collocamenti.

La banca d'affari, nella veste di intermediario, deve partire da una valutazione dell'impresa, con il metodo o i metodi adottati nella prassi, per avviare il processo che porterà alla fissazione del prezzo, per approssimazioni successive, parallelamente alla preparazione dell'operazione e alla disponibilità delle informazioni necessarie. Il risultato di tale processo è l'individuazione di una forbice di prezzo, un intervallo tra prezzo minimo e prezzo massimo entro il quale sarà definito il prezzo di collocamento. Le ulteriori informazioni che verranno raccolte durante la preparazione del collocamento permetteranno di affinare la previsione dei cash-flow futuri dell'impresa, nonché permetteranno di capire la predisposizione del mercato verso l'offerta.

La quarta fase prevede la *strutturazione dell'operazione* da parte della merchant bank. L'operazione di collocamento deve tenere conto di alcuni elementi. In primo luogo la procedura, che può essere pubblica o privata, a seconda del pubblico di investitori presso i quali si intendono collocare i titoli azionari. Un'offerta pubblica è finalizzata a distribuire i titoli presso un ampio pubblico di risparmiatori e a rendere le azioni negoziabili sui mercati regolamentati. Le IPO rientrano fra le offerte pubbliche di collocamento.

Un'offerta privata, invece, è indirizzata esclusivamente ad un gruppo selezionato di investitori istituzionali. In secondo luogo le forme di collocamento si distinguono in:

- *offerta pubblica di sottoscrizione (OPS)*: con sottoscrizione di nuove azioni riservata a nuovi investitori che l'impresa vuole coinvolgere, salvo la facoltà, per i vecchi azionisti di esercitare il diritto d'opzione;
- *offerta pubblica di vendita (OPV)*: in questo caso le azioni da collocare sul mercato vengono messe appositamente in vendita dai soci, che incassano il ricavo della cessione;
- *combinazione delle due forme viste in precedenza*.

In terzo luogo, si tiene conto dei mercati geografici di destinazione, ossia se dare avvio ad un' *offerta nazionale* o ad un' *offerta globale*. Nel primo caso l'offerta è indirizzata a un solo mercato, ad esempio quello domestico. Nel secondo caso l'offerta è destinata a più mercati.

L'intero collocamento viene suddiviso in più tranches, ciascuna delle quali adattata per caratteristiche tecniche e operative allo specifico mercato di destinazione.

L'ultima fase curata dalla merchant bank è quella *dell'esecuzione del collocamento*, solo dopo aver definito puntualmente il prezzo di collocamento. La banca, assunta la veste del cosiddetto *global coordinator* cura l'assegnazione dei titoli e presta il proprio supporto nei primi mesi di contrattazione sul mercato.

#### **3.6.4 I canali di disinvestimento delle partecipazioni al capitale di rischio**

Nell'ambito degli investimenti di risorse proprie, le merchant banks, svolgono anche attività di acquisizione di quote di partecipazione al capitale di rischio di imprese a titolo temporaneo; la previsione della durata dell'investimento, costituisce un'importante elemento distintivo rispetto ad analoghi interventi effettuati da holding di partecipazioni. Va sottolineato che l'usuale breve durata dei singoli investimenti effettuati dalle merchant banks comporta un'elevato turnover nell'ambito del portafoglio partecipazioni e può contribuire in misura significativa al miglioramento del rendimento complessivo delle singole operazioni e di conseguenza, del risultato economico espresso dalla gestione caratteristica della loro attività.

Tuttavia, il raggiungimento di tale obiettivo è subordinato al verificarsi di due condizioni.

- la realizzazione di *capital gains*,
- la certezza della *dismissione del pacchetto azionario* precedentemente acquisito.

Con riferimento alla prima, va evidenziato che il valore del capitale azionario di un'impresa è notevolmente condizionato dai risultati economici conseguiti; pertanto, nell'ipotesi in cui la società partecipata già esprimeva performance di buon livello in termini di capacità di generare reddito, ulteriormente migliorate a seguito degli investimenti realizzati anche con le risorse rese disponibili dalla merchant, quest'ultima dovrebbe conseguire, in linea di massima, un plusvalore di non trascurabile entità, tra il prezzo di carico della partecipazione e quello di dismissione.

Fatta salva l'ipotesi che sia condizionato, in misura determinante, da fattori che assumono valore crescente con il trascorrere del tempo, il capital gain così ottenuto in termini assoluti, si attesta su una dimensione piuttosto costante, per cui se lo si rapporta al tempo, fa conseguire un innalzamento del rendimento inversamente proporzionale alla durata dell'investimento. Tale circostanza stimola notevolmente la dinamicità dell'attività di assunzione/dismissione di partecipazioni al capitale di rischio da parte delle merchant bank.

La seconda condizione è relativa allo smobilizzo delle partecipazioni. Di seguito verranno riportate le modalità tecniche di disinvestimento adottabili dalle merchant banks.

### 3.6.4.1 La cessione della partecipazione

L'operazione di *trade sale*<sup>27</sup> può avvenire mediante l'utilizzo di diverse soluzioni tecniche, tra cui assume particolare rilevanza l'alienazione del pacchetto azionario agli altri soci.

Spesso accade che la compagine societaria, per le ragioni più varie, non sia in grado di finanziare i progetti con l'utilizzo esclusivo di risorse aziendali integrate da disponibilità proprie, per cui richiede l'intervento di una merchant bank.

Tuttavia, nell'ipotesi in cui il profilo reddituale della gestione sia in linea con le previsioni formulate, e l'assemblea dei soci deliberi di distribuire gli utili conseguiti, è probabile che i vecchi soci, o alcuni soltanto tra essi, siano disponibili a reinvestire le somme percepite sottoforma di dividendi nell'acquisto delle azioni di proprietà della merchant bank.

Se l'intenzione della vecchia compagine societaria, o di una parte di essa è quello di ampliare la propria partecipazione al capitale di rischio, generalmente le condizioni che dovranno regolare il trasferimento del pacchetto azionario sono concordate in epoca antecedente alla sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale da parte della merchant e sono indicate nei patti parasociali. Invero alcune volte è il socio di maggioranza o di riferimento che manifesta il desiderio di inserire nei patti parasociali, la facoltà di acquistare il pacchetto azionario di proprietà della merchant, e tale facoltà va esercitata entro un arco temporale prefissato ed alle condizioni convenute.

Il perfezionamento dell'operazione in commento può, tuttavia, prevedere quale condizione necessaria, il preventivo assenso da parte della merchant, la quale potrebbe ritenere opportuno riservarsi la possibilità di alienare le azioni a terzi a condizioni più favorevoli.

Al riguardo è interessante notare che la possibilità di attivare delle sinergie con riferimento al profilo industriale, commerciale o di qualsiasi altra natura potrebbe indurre altri gruppi a corrispondere un prezzo anche più elevato rispetto a quello eventualmente concordato tra la merchant e gli altri sottoscrittori dei patti parasociali o a quello di mercato, in quanto potrebbero prospettarsi successivamente delle operazioni di carattere straordinario tra le aziende, quali fusioni, concentrazioni etc.

L'ampliamento della platea sociale può realizzarsi anche con la cessione della partecipazione ai dipendenti della società, e ciò può avvenire sia direttamente, sia con un'operazione di management buy-out.

---

<sup>27</sup> Modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dal venture capitalist viene ceduta ad un'altra impresa.

#### **3.6.4.2 L'acquisizione di azioni proprie**

Altra soluzione tecnica, per consentire lo smobilizzo della partecipazione alla merchant è rappresentata dall'acquisto delle azioni proprie da parte della società partecipata; tuttavia appare difficilmente attuabile, in quanto presuppone necessariamente, che si verifichino alcune condizioni di seguito elencate.

Anzitutto, la società deve disporre di risorse finanziarie sufficienti. tuttavia pur sussistendo tale condizione primaria, va comunque verificata l'opportunità di utilizzare le disponibilità liquide per scopi che esulano completamente dalla gestione operativa e che potrebbero influenzare negativamente il completamento dei programmi di sviluppo dell'attività e dei progetti d'investimento che generalmente rappresentano la principale motivazione sottostante all'intervento della merchant bank.

In effetti sembra verosimile che una società che debba avviare dei programmi di investimento e/o di sviluppo dell'attività per i quali le risorse endogene in senso lato sono ritenute insufficienti, in un arco di tempo relativamente breve abbia generato flussi di cassa di entità tale da poter far fronte al rimborso.

Tra l'altro, non va sottaciuto che l'acquisto delle azioni proprie, regolamentato dagli artt. 2357 e ss. del Codice civile, è sottoposto alle limitazioni ivi contemplate, tra le quali assume particolare rilievo, oltre al profilo dimensionale delle azioni acquistabili che è collegato all'entità degli utili distribuibili, delle riserve disponibili e del rapporto percentuale rispetto al capitale sociale, anche il vincolo temporale di possesso delle azioni proprie che non può superare 18 mesi.

Pertanto l'operazione in commento, che certamente potrebbe costituire una valida soluzione alla dismissione del pacchetto azionario da parte della merchant bank, non può ritenersi altrettanto valida per la società emittente: invero, essa potrebbe essere adottata quale soluzione ponte di breve durata, nel caso in cui non vi fosse perfetta sincronia tra, le necessità di smobilizzo manifestate dalla merchant e il collocamento delle azioni presso i cessionari finali.

### **3.6.4.3 Le operazioni straordinarie**

Più articolato appare il disinvestimento perfezionato mediante operazioni straordinarie che interessino la società partecipata. Tale ipotesi, infatti, dev'essere avviata dal socio di controllo o di riferimento della partecipata o dalla merchant bank con il consenso dei soci che rappresentano la maggioranza del capitale sociale che molto probabilmente è rappresentata dal soggetto imprenditore, per cui la merchant non può considerarsi autonoma nel definire l'operazione in commento. D'altro canto, va tenuto presente che le operazioni straordinarie influenzano completamente la vita delle aziende coinvolte, i loro programmi futuri, i loro mercati etc., in quanto generalmente si propongono obiettivi molto ambiziosi, atti a sostenere meglio la competizione interna ed internazionale, e ad abbreviare i tempi per conseguire ulteriori sviluppi dell'attività: ovviamente in una visione globale del progetto, la constatazione che l'operazione, ad esempio, di fusione che si sta perfezionando possa costituire anche una way-out per la finanziaria di investimento, assume un rilievo del tutto marginale.

Non altrettanto può dirsi per la merchant: essa difatti potrebbe svolgere anche un ruolo professionale che esula dalla posizione di socio, quale la ricerca dei partner, la valutazione delle aziende interessate alla fusione, la predisposizione del progetto di fusione, etc. Inoltre la finanziaria di partecipazione potrebbe anche godere di benefici di carattere economico sottoforma di premio di maggioranza nell'ipotesi in cui abbia stipulato un accordo con il socio imprenditore, con il quale s'impegna, nel caso di alienazione della propria partecipazione o di perfezionamento di operazioni di tipo straordinario, a smobilizzare la partecipazione della merchant alle medesime condizioni.

### **3.6.4.4 L'operazione di write-off**

Deve considerarsi inoltre anche l'ipotesi che la società partecipata abbia un andamento gestionale sfavorevole, che comporta l'avvio di una fase patologica della sua attività che, se non rilanciata, potrebbe portare alla richiesta di avvio di procedure concorsuali.

Tale fattispecie, usualmente denominata *write-off*<sup>28</sup>, comporta la risoluzione automatica delle problematiche collegate alla way-out, in quanto la merchant non dovrà attivarsi per verificare le possibilità di dismissione della propria partecipazione, perché al termine della procedura, essa riceverà eventualmente, il valore residuo delle azioni di sua proprietà. Pertanto gli unici adempimenti da compiere, saranno inerenti alla svalutazione della partecipazione che era iscritta

---

<sup>28</sup> Robert N. Anthony, Leslie K. Breitner, Diego M. Macrì in "Il bilancio. Strumento di analisi per la gestione " McGraw-Hill 2004.

tra le attività dello stato patrimoniale per un valore che, alla luce della nuova situazione aziendale, certamente non può più considerarsi congruo, con l'intento di offrire un quadro fedele della propria situazione economica, finanziaria e patrimoniale.

#### **3.6.4.5 Il rimborso dei prestiti obbligazionari**

Con riferimento alle tematiche connesse al rimborso dei prestiti obbligazionari è necessario operare una distinzione tra i prestiti convertibili e quelli non convertibili.

Com'è noto, la merchant bank che ha sottoscritto obbligazioni convertibili, ha la facoltà di tramutare la sua posizione di creditore in quella di azionista della società emittente. nell'ipotesi in cui ciò avvenga, il problema del rimborso va ricondotto nel contesto delle tematiche attinenti i canali di disinvestimento delle partecipazioni al capitale di rischio. Il disinvestimento da parte delle merchant banks, non sempre coincide sotto il profilo temporale con l'estinzione del prestito obbligazionario: invero può verificarsi l'ipotesi in cui la merchant preferisca effettuare un investimento più breve rispetto alle esigenze di carattere temporale stimate dalla società emittente, o che si palesino situazioni non prevedibili al momento della sottoscrizione, che rendano opportuna la monetizzazione dei titoli obbligazionari precedentemente sottoscritti.

Nel ribadire che lo strumento obbligazionario rappresenta una delle principali forme tecniche di indebitamento utilizzabili dalle imprese, risulta evidente che la possibilità di estinguere regolarmente il finanziamento è subordinata alla capacità di rimborso delle emittenti, per cui le analisi da condurre in via revisionale dovranno riguardare la capacità futura di generare flussi di cassa sufficienti ad adempiere, con puntualità, tutti gli impegni assunti.

Le modalità tecniche ed i tempi di estinzione del prestito, sono indicati nel relativo regolamento, per cui sono ben noti già prima dell'emissione dei titoli: pertanto nell'ipotesi molto probabile che vi sia coincidenza tra la naturale scadenza del prestito ed il disinvestimento programmato dalla merchant, quest'ultima deve soltanto chiedere il rimborso previa consegna dei titoli e successivo annullamento degli stessi.

Ove mai il profilo temporale facesse emergere delle asincronie, le soluzioni adottabili potrebbero essere diverse. La prima verifica da effettuare è relativa alla quotazione dei titoli azionari e/o obbligazionari sui mercati regolamentati: in tal caso, anche se la quotazione riguardasse esclusivamente i titoli azionari, potrebbe essere non particolarmente difficoltosa l'estensione della quotazione alle obbligazioni. Una volta raggiunta la quotazione, risulterebbe molto più semplice il disinvestimento da parte della merchant bank.

In ipotesi diversa, sarebbe indispensabile avviare trattative con le controparti che mostrano interesse a rendersi cessionarie dei titoli obbligazionari.

Altra possibilità potrebbe essere offerta da un'estinzione anticipata del prestito obbligazionario: tale soluzione, che non può prescindere da un'espressa previsione nel regolamento di emissione, presuppone che l'emittente si trovi in una situazione finanziaria nella quale possa fronteggiare, anticipatamente, il relativo esborso senza eccessivi problemi.

Invero tale soluzione appare realisticamente realizzabile soltanto nel caso in cui le condizioni di remunerazione del prestito siano divenute, nel corso del tempo, particolarmente onerose, a seguito della riduzione del livello medio dei tassi, nonché nelle ipotesi frequenti, che il rapporto tra la merchant ed il gruppo cui la società appartiene sia molteplice ed intessuto con varie aziende collegate: in tal caso la dichiarazione di disponibilità ad effettuare il rimborso del prestito in via anticipata, oltre che per motivi di immagine nei confronti di terzi, avrebbe lo scopo di rafforzare ulteriormente i rapporti già intessuti con la merchant.

## *Capitolo IV Il Caso Gruppo Risanamento*

### **4.1 Storia**

Risanamento S.p.A. è la property company quotata del Gruppo Zunino, nata nel settembre 2002 attraverso la fusione per incorporazione della Bonaparte S.p.A. nella Risanamento Napoli S.p.A., a cui è seguito il delisting della Bonaparte S.p.A. dal mercato azionario.

Il Gruppo Zunino, che prende il nome dal suo fondatore, opera sin dall'inizio degli anni'80 nel settore immobiliare. L'attività, inizialmente concentrata sul comparto commerciale, si è evoluta successivamente verso la riqualifica e lo sviluppo di aree strategiche sul territorio italiano ed estero.

Risanamento S.p.A è tra le più grandi società immobiliari quotate in Italia ed ha una capitalizzazione di mercato di oltre 800 milioni di euro. Con un portafoglio immobiliare di 3 miliardi di euro , il Gruppo Risanamento opera principalmente in:

- Promozione e sviluppo immobiliare;
- Investimenti immobiliari;
- Trading immobiliare.

La Risanamento S.p.A. è una società immobiliare con sede legale a Milano, facente parte del gruppo Zunino. Luigi Zunino era presidente e amministratore delegato, fino alle sue dimissioni, avvenute quando le difficoltà finanziarie del gruppo lo avevano portato a un passo dal dissesto, dopo lo scoppio della bolla immobiliare sostenuta dal credito bancario. Oggi il presidente della società, per cui la Procura di Milano aveva chiesto il fallimento (richiesta poi rigettata dal Tribunale, che ha avallato il piano di salvataggio predisposto dalle banche creditrici), è Vincenzo Mariconda. Amministratore delegato dovrebbe diventare Claudio Calabi, già ad del gruppo Il Sole 24 Ore. E' quotata presso la Borsa di Milano; ha partecipazioni di minoranza nella Ipi, nella Impresol e nella Mariner e controlla diverse società in Italia e in Francia attive nella gestione di immobili di tipo residenziale, quasi tutte controllate in modo totale. Possiede, in particolare, due grandi aree dismesse alla periferia e nell'hinterland milanesi: l'ex Montecity a Milano-Rogoredo (periferia sudest), ribattezzata Milano Santa Giulia, e l'area Falck di Sesto San Giovanni, nell'interland nordest, la più grande area dismessa d'Italia. Entrambi i progetti urbanistici, firmati il primo da Norman Foster e il secondo da Renzo Piano, sono rimasti in gran parte sulla carta per via delle difficoltà finanziarie del gruppo. Zunino ha tentato invano di vendere l'area Falck al fondo Limitless degli Emirati Arabi Uniti, per ridare ossigeno alle casse della società. Fallito quel tentativo, ha dovuto passare la mano e sono entrate in campo le banche creditrici

(Intesa SanPaolo, Unicredit, Bpm, Mps, Banco Popolare) che hanno predisposto un piano di salvataggio oggetto di un lungo braccio di ferro con la Procura di Milano che chiedeva il fallimento. La Procura di Milano sta conducendo un'inchiesta sulla bonifica condotta nell'area di Milano Santa Giulia, che ha già visto l'arresto dell'imprenditore Giuseppe Grossi e di Rosanna Gariboldi.

### *Cenni storici*

La storia della Risanamento coincide con quella di due società immobiliari: la Bonaparte e la Risanamento Napoli. La Bonaparte fu acquisita da Luigi Zunino nel 1998. La Risanamento Napoli nacque dalla fusione per incorporazione della Domus Italica nella Società per Risanamento di Napoli, quest'ultima nata il 15 dicembre 1888 per eseguire importanti opere di risanamento a Napoli (Corso e Galleria Umberto I su tutte) e che dal secondo dopoguerra ha esteso la sua attività immobiliare a tutta Italia. La Domus Italica, partecipata dalla Bonaparte, nel 1999 acquistò il 58,59 % di azioni della Società per Risanamento di Napoli dalla Banca d'Italia, allora azionista di maggioranza della società quotata in Borsa. L'anno successivo ci fu la fusione per incorporazione della Domus Italica e questa cambiò la ragione sociale in Risanamento Napoli. Nel dicembre dello stesso anno la Nuova Immobiliare, società del gruppo Zunino, acquistò il 48 % della Risanamento Napoli e Luigi Zunino ne divenne presidente. Il progetto di fusione tra la Bonaparte e la Risanamento Napoli fu approvato nel 2002, dando vita all'attuale società.

## **4.2 Il settore del Real Estate**

La crisi finanziaria mondiale ha ormai manifestato con forza i propri effetti sull'economia reale determinando una fase di profonda recessione. Tuttavia è interessante rilevare come nei sondaggi di opinione emergano segnali di minore pessimismo. Infatti nonostante la contrazione del PIL mondiale nel primo scorcio dell'anno in corso, la produzione industriale ed altri indicatori economici evidenziano un rallentamento del ritmo di flessione. In particolare segnali di miglioramento pervengono dalle economie asiatiche e anche da Francia e Germania che, a sorpresa, registrano nel secondo trimestre un PIL positivo. In generale, i dati recenti e gli ultimi risultati delle indagini congiunturali forniscono ulteriori indicazioni di una conferma della persistente debolezza dell'attività economica nella rimanente parte dell'anno caratterizzata da una riduzione meno pronunciata rispetto al primo trimestre dell'esercizio.

L'andamento del settore immobiliare, specie in un contesto di crisi come quello attuale, non può essere

disgiunto da quello dell'intera economia e subisce quindi il calo della domanda generato dalla percezione di incertezza per il futuro e dai conseguenti timori circa la diminuzione di capacità reddituale da parte di imprese e famiglie.

Il rallentamento del comparto è generalizzato in tutti i paesi, seppur con manifestazioni differenti per area geografica e per settore.

La crisi finanziaria internazionale ha colpito principalmente il settore degli investitori istituzionali, determinando una forte riduzione delle operazioni di compravendita. In questo periodo il mercato istituzionale appare dominato da operatori liquidi ed aggressivi, disposti ad investire direttamente il proprio denaro, mentre il capitale di debito evidenzia un ruolo decisamente marginale rispetto al passato.

Anche in Italia il mercato immobiliare mostra segnali di ripiegamento generalizzato in tutti i segmenti, anche se con dinamiche e localizzazioni differenti.

Nel primo semestre dell'anno in corso è proseguita, con toni più amplificati rispetto alla fine del 2008, la fase negativa del settore immobiliare. Un miglioramento del mercato dovrebbe registrarsi nel 2010, ma con valori e contratti in tendenziale flessione.

Le difficoltà del settore immobiliare sono sintetizzate dalla riduzione del fatturato, ovvero del giro di affari che deriva dalle compravendite, prodotto dal calo degli scambi e dei valori.

L'immobiliare nel 2009 dovrebbe generare nel nostro paese circa 110 miliardi di euro di fatturato in termini di compravendite, importo che a fine del 2007, prima cioè che la crisi si manifestasse compiutamente, ammontava a 154 miliardi di euro. La riduzione è da attribuirsi soprattutto al numero delle transazioni ed in misura minore alla riduzione dei valori.

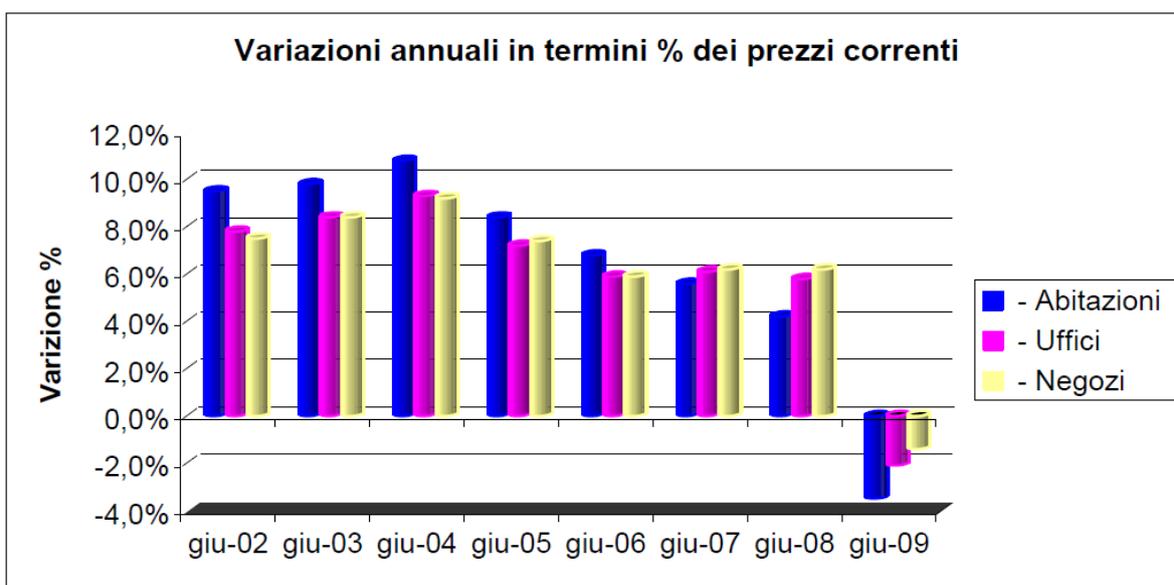
In particolare, come da tabella sottostante, i prezzi registrano una flessione generalizzata.

<b>Comparti</b>	<b>Variazione % semestrale</b>	<b>Variazione % annuale</b>
<b>Abitazioni</b>	-2,5%	-3,5%
<b>Uffici</b>	-2,3%	-2,1%
<b>Negozi</b>	-1,7%	-1,4%

In particolare, l'intensità negativa registrata nell'ultimo semestre è la più cospicua dal 1997 (quando volgeva al termine la precedente fase critica) e la terza più pesante dal 1994 (nel mezzo della crisi degli anni novanta).

Relativamente agli ultimi otto anni, le variazioni in termini percentuali dei prezzi correnti sono così riassunte:

Comparti	Giu-02	Giu-03	Giu-04	Giu-05	Giu-06	Giu-07	Giu-08	Giu-09
<b>Abitazioni</b>	9,5%	9,8%	10,8%	8,4%	6,8%	5,6%	4,2%	-3,5%
<b>Uffici</b>	7,8%	8,4%	9,3%	7,2%	5,9%	6,1%	5,8%	-2,1%
<b>Negozi</b>	7,5%	8,4%	9,2%	7,4%	5,9%	6,2%	6,2%	-1,4%



Sintomi del rallentamento sono anche l'incremento dei tempi medi di vendita e di locazione, nonché la lievitazione dello sconto praticato in sede di negoziazione, che per il settore residenziale può superare anche il 13%.

Per quanto concerne in particolare l'analisi relativa ai tempi medi di vendita, espressi in termini di mesi, l'allungamento si registra in tutti i comparti immobiliari e, rispetto ai livelli più bassi raggiunti nel 2003, è riassunta nella seguente tabella:

Comparti	I°sem-2003	I°sem-2007	I°sem-2008	I°sem-2009
<b>Abitazioni</b>	3,4	4,7	5,3	6,1
<b>Uffici</b>	4,8	5,9	6,6	7,6
<b>Negozi</b>	4,2	5,3	6,0	6,8

Anche le tempistiche di locazione sono crescenti in tutti i comparti e l'allungamento dei tempi in termini di mesi è di seguito evidenziato.

Comparti	I°sem-2003	I°sem-2007	I°sem-2008	I°sem-2009
<b>Abitazioni</b>	1,9	2,9	3,0	3,1
<b>Uffici</b>	3,4	4,4	4,9	5,2
<b>Negozi</b>	3,1	4,1	4,4	4,8

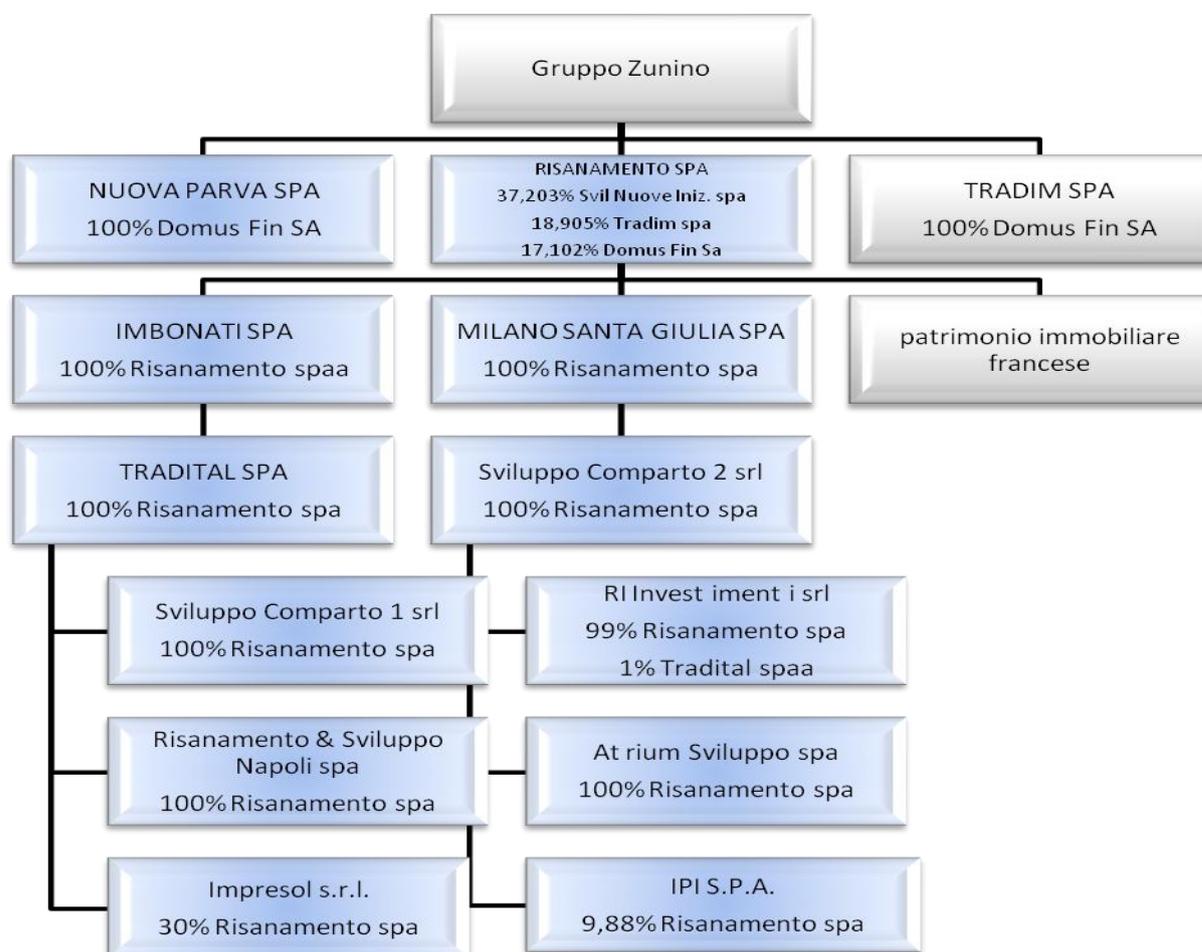
Concludendo, gli operatori del settore reputano che il punto più basso, con riferimento in particolare al comparto abitativo e sotto il profilo del numero delle transazioni, sia stato raggiunto. Viene infatti segnalato un certo ritorno di interesse all'acquisto, motivato anche dalla possibilità di pagare un prezzo più basso e scontato rispetto al passato. I prezzi delle abitazioni, già in flessione su base annua del 3,5% (2,5% su base semestrale) a giugno 2009, potrebbero quest'anno risultare più bassi, rispetto all'esercizio precedente del 6-8%. Per il 2010, sulla base delle previsioni macroeconomiche, i prezzi potrebbero subire una ulteriore contenuta flessione, nell'ordine del 2-3 per cento.

Dal 2011 il mercato immobiliare potrà tornare a crescere, accompagnando la crescita prevista per l'economia del paese. Va comunque sottolineato che la variazione media negativa del prezzo medio degli immobili riflette andamenti diversi per gli edifici di qualità rispetto agli altri. La domanda rimane infatti significativa per gli stabili a reddito o per gli immobili situati nei centri storici e di pregio o per quelli con caratteristiche tipologiche, impiantistiche ed ubicazionali di qualità, mentre per quelli marginali si assiste ad un più marcato assottigliamento della domanda.

Le aspettative sono migliori per il comparto residenziale rispetto agli immobili di impresa, dove continua a pesare l'incertezza sui tempi, le modalità e l'intensità della possibile ripresa economica.

L'evoluzione del mercato immobiliare attesa nei prossimi mesi è, infatti, in gran parte affidata a quella che sarà l'evoluzione generale del quadro economico.

## Struttura del Gruppo



### 4.3 Situazione Economico- Finanziaria del Gruppo

Per il Gruppo Risanamento il settore di attività costituisce il segmento primario, mentre l'area geografica rappresenta il segmento secondario.

#### *Segmento Primario*

Al 30 giugno 2009 le attività del Gruppo sono suddivise sulla base di 3 settori.

- Sviluppo
- Reddito
- Trading

#### Area sviluppo.

L'area sviluppo costituiva il core business di Risanamento Real Estate, che attraverso società interne, realizza operazioni immobiliari in ambito residenziale, industriale e commerciale, prevalentemente sul territorio nazionale, rivolgendo particolare attenzione alle situazioni di recupero e riqualificazione del territorio.

Il "Valore della produzione" del settore in esame è determinato principalmente dalla valorizzazione delle iniziative, contabilmente espressa nella capitalizzazione dei costi di sviluppo nelle rimanenze. La diminuzione riscontrata nel primo semestre dell'esercizio in corso rispetto allo stesso periodo del 2008 è da attribuire sostanzialmente alla conclusione, nel corso dello scorso esercizio, dei lavori di realizzazione del primo lotto "Sky". Ciò ha influenzato anche gli "Altri Proventi" la cui riduzione è da imputarsi ai "ricavi per recupero costi iniziative immobiliari" relativi ai riaddebiti dei costi inerenti la realizzazione.

I "costi per servizi", pari a 11,9 milioni di euro, evidenziano un calo di circa il 67 % rispetto allo stesso periodo del precedente esercizio attribuibile, oltre che al contenimento dei costi di funzionamento, alla riduzione "dei costi di costruzione progettazione e bonifica". La riduzione di tali oneri, prevalentemente capitalizzati e correlati alla voce "Variazione delle rimanenze", è imputabile alla conclusione dei lavori di realizzazione del primo lotto "Sky" ed al completamento delle bonifiche in Santa Giulia.

#### Area reddito

L'area reddito consiste nel possedere immobili residenziali e commerciali al fine di ricavarne contratti di locazione. L'incremento dei "Ricavi" (cfr CE paragrafo successivo) rispetto allo scorso esercizio è da imputarsi all'andamento dei canoni di locazione che rappresentano la componente reddituale ricorrente che genera flussi economici e finanziari costanti nel tempo. Tenendo conto che il dato al 30 giugno 2009 non comprende le locazioni per circa 7,2 milioni di euro dell'immobile in 660 Madison Avenue a New York in quanto, a tale data, classificate nella voce "utile/(perdita) netto da attività destinate alla vendita", i canoni di locazione si sono incrementati di circa il 28 % passando da 32,5 milioni di euro (dato comprensivo delle locazioni di New York) a 41,7 milioni di euro. Tali ricavi sono attribuibili ad investimenti esteri per circa 36,4 milioni di euro pari al 87 % del totale, ed a investimenti italiani per circa 5,3 milioni di euro. L'aumento trova giustificazione nell'attività di rinegoziazione dei contratti di locazione e nella "messa a reddito" degli immobili consegnati a Sky Italia S.r.l. nel corso dello scorso esercizio. L'incremento dei "Costi per servizi", che passano da 6,3 a 8,5 milioni di euro, è da

attribuire sostanzialmente a maggiori spese di gestione e manutenzione sugli immobili in portafoglio, nonché ai costi connessi alla ristrutturazione.

#### Area Trading

Il settore trading prevede la compravendita di immobili ad uso residenziale e commerciale dove il “Risultato operativo” del settore continua ad essere influenzato dal rallentamento del mercato immobiliare che ha determinato la riduzione delle operazioni di compravendita e dei conseguenti costi/ricavi derivanti da acquisizione/cessione di aree ed immobili.

Di conseguenza i “Ricavi”, pari a circa 13,8 milioni di euro, sono determinati per circa 11,1 milioni di euro, pari al 80 % del totale, da canoni di locazione derivanti da immobili del portafoglio di *trading*. Il “Valore della produzione” presenta una variazione negativa delle “rimanenze” di circa 32,2 milioni di euro da attribuirsi all’effetto combinato della mancanza di acquisizioni unito alla presa di beneficio rispetto alle valutazioni di alcuni beni per i quali sono pervenute delle manifestazioni di interesse nonché a svalutazioni di immobili oggetto di fattori esogeni contingenti. L’incremento degli “Altri costi operativi”, passati da 4,6 a 5,8 milioni di euro, è da imputare principalmente ad accantonamenti per rischi legati al portafoglio di trading.

I risultati suddivisi per settore sono riepilogati nella seguente tabella. Quest'ultima mostra la situazione economico/finanziaria del Gruppo, suddivisa per aree di attività.

(valori in migliaia)	Sviluppo		Reddito		Trading		Ricavi/Costi non allocati		Consolidato	
	30 giugno		30 giugno		30 giugno		30 giugno		30 giugno	
	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008
<b>Ricavi</b>	10	1.312	41.742	25.326	13.842	11.283	0	0	55.594	37.921
<b>Variazioni delle rimanenze</b>	17.707	24.541	0	0	(32.239)	(34.348)	0	0	(14.532)	(9.807)
<b>Altri proventi</b>	4.841	24.712	1.618	1.544	930	4.007	944	225	8.333	30.488
<b>Valore Della Produzione</b>	22.558	50.565	43.360	26.870	(17.467)	(19.058)	944	225	49.395	58.602
<b>Acquisti di immobili</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Costi per Servizi</b>	(11.928)	(35.707)	(8.491)	(6.330)	(4.426)	(6.530)	(8.384)	(6.100)	(33.229)	(54.667)
<b>Costi del Personale</b>	(830)	(939)	(439)	(437)	0	(37)	(2.784)	(3.551)	(4.053)	(4.964)
<b>Altri costi operativi</b>	(1.814)	(4.374)	(4.853)	(1.837)	(5.780)	(4.644)	(8.367)	(3.367)	(20.814)	(14.517)
<b>EBITDA</b>	7.986	9.545	29.577	18.266	(27.673)	(30.269)	(18.591)	(13.088)	(8.701)	(15.546)
<b>Ammortamenti</b>	(122)	(1.044)	(13.004)	(8.775)	0	0	(1.269)	(1.290)	(14.395)	(11.109)
<b>Plusvalenze/Minusvalenze/svalutazioni</b>	848	(63)	(5.530)	0	(4.920)	(405)	(18.356)	(124)	(27.958)	(592)
<b>EBIT</b>	8.712	8.438	11.043	9.491	(32.593)	(30.674)	38.216	14.502	(51.054)	(27.247)
<b>Quota di partecipazioni in imprese collegate (met Patr Netto)</b>									(11.070)	(905)
<b>Proventi (oneri) finanziari</b>									(83.138)	(67.366)
<b>Risultato Prima delle Imposte derivante dalle attività di funzionamento</b>									(145.262)	(95.515)
<b>Imposte sul reddito del periodo</b>									(25.903)	19.309
<b>Utile( perdita) del periodo</b>									(171.165)	(80.067)
<b>Attribuibile a :</b>										
- Utile (perdita) del Gruppo									(171.165)	(80.067)
- Utile( perdita) di terzi									0	0

La Relazione finanziaria semestrale consolidata chiusa al 30 giugno 2009 espone una perdita netta di 171.1 milioni di euro, contro un risultato negativo di 80 milioni di euro realizzato nel corrispondente periodo dell'esercizio precedente. E' bene tuttavia sottolineare che la perdita netta di circa 171 milioni risulta è formata per circa il 51% da componenti di carattere non ricorrente ed in particolare:

- minusvalenza su cessione partecipazione IPI euro 18 milioni
- svalutazione partecipazioni euro 16 milioni
- svalutazione di immobili euro 36 milioni
- write off imposte anticipate euro 17 milioni

Il modello di *business* del Gruppo era a prevalenza "sviluppatore", e quindi usualmente caratterizzato da variazioni di redditività correlate ad un arco temporale, l'esercizio, di dimensioni troppo esigue rispetto all'entità dei significativi progetti in corso di esecuzione, ha nel contingente critico contesto oltremodo influito sui risultati economici e sulla situazione patrimoniale e finanziaria, soprattutto a causa del sensibile rallentamento dell'attività dismissiva di "*trading*" che ha impedito il decisivo contributo finanziario ed economico alla gestione. Si è quindi resa necessaria, già dal precedente esercizio, una rivisitazione delle strategie aziendali, intesa ad affrontare responsabilmente l'attuale contesto operativo. In particolare, le azioni finalizzate al riequilibrio economico e finanziario di breve termine si sono tradotte nella rivisitazione dei piani finanziari di Gruppo, nel supporto di istituzioni creditizie e finanziarie, nella riorganizzazione aziendale e nel potenziamento dell'attività dismissiva, anche mediante l'utilizzo di nuove professionalità. Al fine di facilitare l'analisi complessiva della situazione economica e patrimoniale del Gruppo Risanamento, si presenterà, nell'Allegato 1, gli schemi sintetici del "conto economico", riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale, e dello "stato patrimoniale".

#### 4.4 Portafoglio Immobiliare del Gruppo

CATEGORIA	VALORE	Debito	Forma tecnica	Maturity	Valore di Mercato	Data
	CONTABILE (€/1000)	Finanziario Netto				Ultima Perizia
<i>Investimenti Immobiliari</i>						
<i>Francia</i>	859.066	880.821	Finanziamento ipotecario	8,8	1.096.612	Giu-09
<i>USA</i>	209.591	195.249	Finanziamento Ipotecario	0,3	212.254	Giu-09
<i>Italia</i>	196.362	214.530	Finanziamento Ipotecario	18,3	250.036	Giu-09
<b>TOTALE INVESTIMENTI IMMOBILIARI</b>	<b>1.265.009</b>	<b>1.290.600</b>			<b>1.558.902</b>	
<i>Progetti di sviluppo</i>						
<i>Milano Santa Giulia</i>	594.607	180.710	Mutuo Fondiario	0,9	989.863	Giu-09
<i>Immobiliare Cascina Rubina</i>	328.647	268.086	Mutuo Ipotecario	7,7	740.638	Dic-08
<b>Totale Progetti di Sviluppo</b>	<b>923.254</b>	<b>448.796</b>			<b>1.730.501</b>	
<i>Immobili per Trading</i>						
<i>Terreni</i>	2.778	10.371		0,6	15.857	Giu-09
<i>Terreni (con preliminari/proposte)</i>	100.667	37.623	Finanziamento ipotecario, mutuo fondiario,	2,6	109.087	
<i>Immobili</i>	307.751	297.181	anticipazioni su vendite, leasing	2,1	320.098	Giu-09
<i>Immobili (con preliminari/proposte)</i>	270.902	197.385		11,0	272.699	
<b>Totale Immobili per trading</b>	<b>682.098</b>	<b>542.560</b>			<b>717.741</b>	
<b>TOTALE</b>	<b>2.870.361</b>	<b>2.281.956</b>			<b>4.007.144</b>	

#### **4.4.1 Valore contabile e criteri di contabilizzazione**

##### *A – Investimenti immobiliari*

Il patrimonio immobiliare posseduto al fine di conseguire canoni di locazione o per l'apprezzamento o per entrambe ("investimenti immobiliari") è valutato al costo, al netto di ammortamenti e delle eventuali svalutazioni per perdite durature di valore. L'eventuale svalutazione viene effettuata sulla base di una valutazione eseguita sui singoli immobili da periti indipendenti.

##### *B – Progetti di sviluppo ed immobili di Trading*

I terreni e le aree edificabili sono valutati al minore tra il costo di acquisizione ed il corrispondente presunto valore netto di realizzo. Il costo è aumentato delle spese incrementative e degli oneri finanziari capitalizzabili. Gli immobili in costruzione sono valutati al minore tra il costo, aumentato delle spese incrementative del loro valore, ed il corrispettivo presunto valore netto di realizzo. L'eventuale svalutazione al valore netto di realizzo viene effettuata sulla base di una valutazione eseguita sui singoli immobili da periti indipendenti.

##### *C – Immobili di Trading (con preliminari/proposte)*

Gli immobili destinati alla vendita sono valutati al minore tra il costo ed il valore di mercato. Il costo di acquisizione viene aumentato delle eventuali spese incrementative sostenute al momento dell'acquisto. L'eventuale svalutazione al valore di mercato viene effettuata sulla base del corrispettivo previsto in sede di alienazione e dei costi accessori alla vendita.

#### **4.4.2 Valore di mercato**

Per valore di mercato si intende il valore determinato dalle perizie sui singoli immobili effettuati da esperti indipendenti. I beni oggetto di preliminari/proposte di cessione sono valutati al corrispettivo previsto, mentre alcune proprietà di importo non significativo sono state riportate al valore contabile. In dettaglio, i criteri adottati dai periti indipendenti sono i seguenti.

\* Per i progetti "di sviluppo" è stato utilizzato il Metodo della Trasformazione che si basa sull'attualizzazione, alla data della stima, dei flussi di cassa generati durante il periodo nel quale si effettua l'operazione di sviluppo immobiliare. Essendo i flussi di cassa il risultato della differenza tra ricavi e costi, più sinteticamente il Valore di mercato determinato con il metodo in esame si può definire come differenza tra il Valore della proprietà trasformata e i costi sostenuti per la trasformazione comprensivi del profitto del promotore. In particolare, i ricavi e i costi sono a valori costanti, posizionati nei momenti in cui si verificano e scontati con un opportuno tasso in funzione del rispettivo profilo di rischio. Per quanto concerne Milano Santa Giulia il valore di mercato è da

intendersi come valore attuale netto alla data della stima della differenza tra i ricavi e i costi (diretti e indiretti, escluso il costo del terreno e la remunerazione del promotore) dell'operazione immobiliare riferita alla proprietà nell'arco di tempo corrispondente alla sua durata.

Relativamente invece a Immobiliare Cascina Rubina, in considerazione delle trattative avvenute nella prima parte dell'esercizio che confermavano il valore di perizia alla data del 31 dicembre 2008, non si è provveduto ad un aggiornamento della perizia alla data di redazione della semestrale.

\* Per gli "investimenti immobiliari" è stato utilizzato il Metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF"). Detto metodo si basa: (i) sulla determinazione, per un periodo di "n" anni, corrispondente alla vita residua dei contratti, dei flussi netti futuri derivanti dalla locazione della proprietà; (ii) sulla determinazione del valore di mercato del bene immobile oggetto di perizia al termine del periodo di locazione mediante la capitalizzazione del flusso netto atteso; (iii) sull'attualizzazione alla data della valutazione degli addendi determinati secondo i criteri precisati.

In presenza di significativi interventi di manutenzione straordinaria, si tiene conto dei relativi costi e dei benefici in termini di canoni futuri attesi. \* Infine, per gli immobili "di *trading*" è stato utilizzato principalmente il Metodo comparativo. In particolare, tale ultimo metodo si basa sul confronto fra il bene immobile oggetto della perizia e altri beni con esso comparabili, recentemente compravenduti o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze concorrenziali. Non esistendo due proprietà esattamente identiche, le informazioni disponibili devono essere opportunamente considerate, attraverso i necessari aggiustamenti, tenendo in considerazione fattori quali: periodo di tempo per la vendita, ubicazione, età, qualità e condizione dei fabbricati, metodi di pagamento. In base alle indagini svolte nel segmento di mercato di riferimento si sono pertanto esaminate proprietà vendute e/o in vendita, comparandole di volta in volta con le proprietà da valutare e giungendo quindi ad un valore ponderato dopo aver eseguito gli opportuni aggiustamenti in relazione all'ubicazione, accessibilità, superficie, tipologia costruttiva, stato di conservazione, funzionalità, richiamo architettonico e data della transazione.

## 4.5 Piano di Risanamento

Il risanamento di un'azienda in difficoltà si configura come un processo complesso, che implica l'assunzione di rischi significativi, non soltanto dal punto di vista finanziario ma anche a livello industriale e operativo, che non tutti vogliono, o possono, affrontare. In Italia il segmento del turnaround, volto alla ristrutturazione di imprese in crisi, è ancora poco sviluppato e il numero di operatori specializzati in questo tipo di interventi rimane piuttosto basso. In pochi casi questa attività viene svolta da parte dei fondi di private equity tradizionali che operano in Italia, mentre per i fondi esteri risulta difficile operare in un contesto estremamente differente dal punto di vista legale. Dall'altra parte, le banche spesso non si avventurano nei processi di ristrutturazione, non disponendo di una struttura organizzativa adeguata ad affrontare i rischi operativi connessi alle operazioni di turnaround e, in passato, hanno preferito rientrare dalle esposizioni attraverso il processo di liquidazione della società in crisi. Gli acquirenti industriali, invece, pur con le competenze necessarie per generare valore all'interno dell'impresa, in molti casi sono penalizzati dalla scarsa conoscenza degli aspetti legali e tecnici e delle responsabilità ad essi connesse ed evitano, quindi, tale tipologia di intervento. In generale, gli investimenti di turnaround sono caratterizzati da un rischio elevato, tenuto conto anche del fatto che la valutazione dell'impresa target non avviene secondo le modalità tradizionali utilizzate dal private equity, ovvero basandosi sulla capacità di generare flussi di cassa. In questa tipologia di operazioni, infatti, l'attenzione è rivolta ad aziende in difficoltà, che non riescono a produrre il cash flow necessario per il corretto funzionamento dell'impresa, spesso addirittura in dissesto finanziario: si va da imprese che non ottimizzano la propria redditività a casi più gravi di insolvenza. A questo problema si aggiunge il fatto che spesso gli imprenditori tendono a ritardare il ricorso all'operatore specializzato, nella speranza, o convinzione, di poter superare da soli le difficoltà, magari rivolgendosi ad un'ulteriore banca per ottenere nuovi finanziamenti. Di conseguenza, in molti casi l'intervento esterno avviene troppo tardi, quando la situazione si è così aggravata da rischiare di rendere inutile il sostegno. Le banche, pur avendo un rapporto diretto e continuativo con la vita dell'impresa, spesso non hanno la struttura adeguata o le competenze necessarie per far emergere la situazione di crisi. Dall'altra parte, il fattore culturale gioca un ruolo importante, con una visione negativa dell'imprenditore "fallito" e la mancata comprensione del fatto che la crisi può essere uno stadio del ciclo di vita dell'impresa, che non necessariamente coincide con la sua fine, ma da cui potrebbe partire una fase di rilancio. Del resto, anche la vecchia legge fallimentare, in vigore dal 1942 sino alla fine del 2007, aveva un carattere liquidatorio, concentrandosi soltanto sull'insolvenza, condizione irrimediabile che provoca la perdita dei valori aziendali. Da ultimo, i problemi di sviluppo di questo segmento vanno ricondotti anche alla mancanza di un track record specifico sul turnaround,

che ostacola la raccolta di fondi specializzati, e alla difficoltà di creare team di gestione con competenze adeguate per questo genere di operazioni.

#### **4.5.1 La nuova legge fallimentare**

Con la riforma entrata in vigore il 1° gennaio 2008, l'attenzione è stata spostata sullo stato di crisi, una situazione di generica difficoltà dell'impresa che non necessariamente degenera in una condizione di insolvenza, ma può configurarsi come transitoria. L'attuale normativa, inoltre, si concentra sull'impresa, nel tentativo di garantirne la continuità economica, e lascia maggiore spazio all'autonomia privata. La nuova legge, peraltro, va ad inserirsi in un contesto in cui, a seguito della crisi finanziaria che ha colpito i mercati internazionali, sono numerose le aziende italiane che si trovano a dover fare i conti con una redditività in calo, con l'incapacità di far fronte puntualmente ai pagamenti e con la difficoltà a onorare i propri debiti. Le banche, affette dal problema della liquidità, hanno di fatto interrotto il flusso di finanziamenti nei confronti delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni, generando un circolo vizioso che ha coinvolto non soltanto le aziende già in difficoltà, ma anche quelle sane. Da una parte, le banche, nel tentativo di migliorare la propria posizione economico-finanziaria, restringono il credito, dall'altra le piccole e medie imprese soffrono per la crisi di liquidità. Di conseguenza, molte aziende, anche quotate, in questi mesi si trovano ad affrontare, se non proprio situazioni di insolvenza, quantomeno momenti di crisi, osservabili dall'analisi di differenti fattori, quali, ad esempio, la brusca flessione dei flussi di cassa, le difficoltà a pagare i dipendenti e a riscuotere i crediti o i ritardi nei pagamenti da parte dei propri clienti, che richiedono un allungamento delle scadenze. Nell'ultimo periodo si sente sempre più spesso parlare di processi di ristrutturazione, con rinegoziazioni di scadenze e di condizioni dei finanziamenti, ricapitalizzazioni e nuovi piani industriali.

A questo riguardo, la nuova legge fallimentare ha introdotto e disciplinato tre differenti strumenti, utilizzabili in relazione alla gravità della situazione che l'impresa si trova ad affrontare, vale a dire:

- il piano di risanamento della posizione debitoria;
- il nuovo concordato preventivo
- gli accordi di ristrutturazione dei debiti.

L'obiettivo è quello di preservare il valore delle aziende in difficoltà, garantendone la continuità, e tutelare così gli interessi degli stakeholders. Il primo procedimento, il piano di risanamento, disciplinato dall'art. 67 del Rd 16 marzo 1942, n. 267, si configura come un accordo privato tra l'impresa in difficoltà e i suoi creditori e non, quindi, come una procedura concorsuale. La normativa lascia la libertà assoluta di definizione di forme e comportamenti da adottare nei confronti dei creditori, dal momento che possono essere presentate soluzioni differenti, con differenti percentuali di

soddisfazione del credito, adattando la soluzione all'importanza attribuita alla controparte. Il fatto, poi, che il professionista esterno debba attestare solamente la ragionevolezza del piano e, soprattutto, l'assenza di pubblicità costituiscono ulteriori elementi che portano molte imprese a scegliere questo strumento per affrontare le situazioni di difficoltà.

L'articolo 160 della legge fallimentare, invece, riguarda la possibilità, per le imprese in crisi, di ricorrere al concordato preventivo, già previsto dalla normativa del 1942, ma le cui principali caratteristiche sono state riviste. In particolare, il legislatore si è mosso nella direzione di una maggior privatizzazione della procedura, attribuendo grande importanza agli accordi tra debitore e creditore, ai quali viene lasciato ampio spazio di manovra. Tra le principali novità della nuova normativa, va sottolineata l'abolizione del tetto minimo del 40% da corrispondere ai creditori chirografari, mentre viene introdotta la possibilità di suddividere i creditori in classi, offrendo a ciascuna una percentuale di soddisfacimento dei crediti differente. Rispetto alla normativa precedente, inoltre, sono state modificate le maggioranze richieste per l'omologazione della procedura: prima, infatti, occorre il voto favorevole della metà più uno dei votanti e quello dei due terzi dell'ammontare complessivo dei crediti. Oggi, invece, le percentuali sono state ridotte ed è sufficiente l'approvazione di tanti creditori quanti rappresentano la maggioranza dei crediti o, nel caso della distribuzione in classi, è richiesto il voto favorevole della maggioranza delle classi. Dunque, è stata introdotta una maggiore elasticità, in un'ottica di salvaguardia dei valori aziendali.

Con la nuova legge fallimentare, infine, è stato introdotto uno strumento completamente nuovo, disciplinato dall'articolo 182-bis, vale a dire l'**accordo di ristrutturazione dei debiti**. Si tratta di una procedura concorsuale, più semplice rispetto al concordato preventivo, che prevede singoli accordi con i principali creditori, allo scopo di ottenere il consenso del 60% dell'ammontare del debito complessivo. Questa percentuale, unita all'obbligo di soddisfare integralmente i creditori che non abbiano accettato la procedura e alla mancanza dei benefici fiscali che si osservano, invece, nelle altre procedure, ha determinato uno scarso utilizzo di questo strumento.

Nel caso Gruppo Risanamento, le difficoltà del credit crunch hanno avuto soltanto un peso marginale, anzi posso senz'altro affermare che si è fin troppo finanziato attività che dal punto di vista dei cash flow non si sono rilevate così redditizie. Nonostante ciò, il gruppo, data la situazione economico-finanziaria precaria, ha ottenuto e stipulato un piano di ristrutturazione dei debiti che le permette nel lungo periodo di salvaguardare gran parte del proprio valore immobiliare. Qui di seguito verrà definito l'accordo di ristrutturazione dei debiti, inserito nel piano industriale 2009-2014.

#### **4.5.2 Linee guida del Piano di Salvataggio**

Dopo aver analizzato, nell'Appendice A di tale elaborato, la situazione economico-finanziaria del Gruppo, qui di seguito verranno definite con maggior dettaglio le linee guida della ristrutturazione finanziaria e societaria.

Le incertezze ed i fattori di rischio ricordati ed analizzati in sede di bilancio chiuso al 31 dicembre 2008 non si sono attenuati nel corso del semestre (30/06/09). Il perdurare della contrazione della domanda nell'attuale contesto di crisi del mercato immobiliare, accompagnata da una flessione dei prezzi e dall'allungamento dei tempi di vendita, ha causato il significativo rallentamento delle transazioni rispetto a quanto pianificato dal Gruppo, generando una situazione di tensione finanziaria che ha condizionato l'attività di gestione e di valorizzazione del patrimonio immobiliare, contribuendo a determinare la significativa perdita registrata nel semestre.

La relazione semestrale consolidata evidenzia una perdita netta per il semestre pari a euro 171,2 milioni, un patrimonio netto contabile consolidato negativo per euro 59,9 milioni, un indebitamento finanziario netto di euro 2.874 milioni.

In assenza di ridefinizioni contrattuali, il Gruppo rimaneva esposto a criticità relativamente ai fabbisogni complessivamente attesi nell'arco dei dodici mesi successivi al 30 giugno 2009, tenendo anche in particolare considerazione le scadenze dell'indebitamento finanziario connesse alle clausole dei contratti di finanziamento e le scadenze connesse alle moratorie accordate nel dicembre 2008 dalle principali banche e società di leasing che avevano differito importanti scadenze al dicembre 2009, al gennaio ed al giugno 2010.

In relazione a tale situazione gli Amministratori avevano elaborato, anche con il supporto dell'advisor Leonardo & Co. Spa, un programma di azioni le cui linee guida finalizzate alla copertura del fabbisogno finanziario dell'esercizio e ad un significativo miglioramento della posizione finanziaria netta erano state sottoposte alla valutazione delle banche creditrici interessate.

Nel contesto delineato, in data 17 luglio 2009 è stata notificata a Risanamento S.p.A. un'istanza di fallimento presentata al Tribunale di Milano dal Pubblico Ministero presso la Procura della Repubblica di Milano. L'istanza viene motivata dal Procuratore della Repubblica, tra l'altro, con riferimento all'incremento sostanziale 1) dell'indebitamento del Gruppo nel periodo dalla fine dell'esercizio 2007 al 31 dicembre 2008; 2) all'esposizione di perdite a livello di Gruppo per euro 213 milioni; 3) alla situazione generale di mercato, che, in conseguenza del blocco sostanziale delle dismissioni del patrimonio immobiliare destinato alla vendita, avrebbe determinato una "situazione di illiquidità", per cui - secondo il Pubblico Ministero - "non è ragionevolmente prevedibile che il conclamato stato di insolvenza in cui versa l'intero Gruppo possa recedere".

Nonostante parere negativo da parte di più stakeholder dell'azienda, il Gruppo pone un essere un vero e proprio processo di turnaround in cui vengono delineate e poste in essere azioni volte a salvaguardare e rilanciare Risanamento spa.

In riferimento alla oggettiva situazione di tensione finanziaria venutasi a creare si evidenziano in particolare i seguenti aspetti.

- a) Il regolamento del Prestito Obbligazionario Convertibile ("POC") emesso nel maggio 2007 da Risanamento Spa prevede il diritto al rimborso anticipato nel caso in cui sia iniziato un procedimento di insolvenza nei confronti dell'emittente pertanto l'assenza di risorse finanziarie non consentirebbe di soddisfare l'eventuale richiesta di rimborso da parte dei possessori del POC, a meno che la relativa istanza sia ritirata, sospesa o respinta entro sessanta giorni dalla relativa notifica (tale istanze è stata ritirata in data 15-11-09);
- b) In data 13 agosto 2009 le società Etoile Saint-Augustin, Etoile Saint-Florentin, Etoile Rome, Etoile 50 Montaigne, Etoile 54 Montaigne, Etoile Actualis ("le sei società" ) hanno comunicato alla banca finanziatrice Westdeutsche Immobilienbank, conformemente a quanto previsto dal vigente contratto di finanziamento, il calcolo del parametro LTV ("Loan To Value", che misura il rapporto tra ammontare del debito ed il valore degli immobili oggetto del finanziamento) sulla base della perizia effettuata per conto dell'istituto creditizio da Knight Frank. In particolare il "LTV ratio" basato sulla suddetta perizia risulta essere pari a 89,11%, superiore al valore limite di 80% consentito dal contratto di credito. Sulla base di tale calcolo e del contratto vigente, al fine di evitare che la banca richieda la restituzione anticipata ed integrale del finanziamento pari a euro 621 milioni al 30 giugno 2009, "le sei società" hanno la facoltà di rimborsare entro i successivi 6 mesi una somma di circa 63,5 milioni di euro che consente di rientrare nei limiti del parametro. Le sei società, anche in considerazione delle risultanze di altre perizie rilasciate da valutatori indipendenti, hanno provveduto a contestare formalmente i valori della perizia di Knight Frank ed a richiedere alla banca l'avvio di un confronto al fine di addivenire ad una soluzione. La carenza di risorse finanziarie non consentirebbe di soddisfare gli impegni di esborso causati dalla rottura del parametro LTV.

Le circostanze e i fattori di rischio sopra indicati hanno generato significative incertezze con conseguenti dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale.

Come discusso più volte nella parte teorica di tale elaborato, molto spesso "il padron", in tal caso il presidente del Gruppo Luigi Zunino, è stato più volte restìo ad accettare e riconoscere le gravi tensioni

finanziarie in cui versava Risanamento spa. Una prima causa, quindi, del dissesto potremo inserirla fra le cause interne che ha inevitabilmente comportata la quasi completa sostituzione del Board Of Director. Definendo, quindi, cronologicamente i vari passaggi del turnaround ..

- In data 27 luglio 2009, è stato nominato Presidente del Consiglio di amministrazione di Risanamento S.p.A. l'Avv. Prof. Vincenzo Mariconda, mentre il 3 agosto 2009, previa dimissioni dalla carica di amministratore del Cav. Luigi Zunino, è stato cooptato nella carica di amministratore il Prof. Mario Massari. Inoltre in data 2 settembre 2009, tutti i Consiglieri diversi dai neo nominati Prof. Mariconda e Prof. Massari hanno dichiarato di rassegnare le proprie dimissioni con effetto dall'assemblea che verrà convocata per il rinnovo del Consiglio di amministrazione.

Questi interventi hanno avuto natura propedeutica ad azioni di più largo respiro, che di seguito vengono descritte, e che hanno determinato un sostanziale miglioramento della situazione prospettica dell'intero Gruppo.

In particolare il C.d.A. di Risanamento S.p.A. in data 3 agosto 2009 ha affidato a Bain & Co e a Leonardo & Co l'incarico di assistere, la società nella redazione, rispettivamente, del Piano Industriale e del Piano Finanziario.

L'attenzione del Piano Industriale viene posta sulla base di quanto previsto ed avviato nel corso del semestre ed è stato articolato nelle sue ipotesi secondo i principali segmenti di attività del Gruppo che presentano caratteristiche, logiche e rilevanza tra loro differenti. Esso definisce le seguenti linee strategiche ed azioni di rilancio principali, finalizzate a :

- massimizzare il valore del patrimonio immobiliare in essere,
- garantire una adeguata autonomia finanziaria ed il riequilibrio economico,
- garantire la continuazione operativa sia negli anni di piano sia oltre, grazie ai flussi di cassa complessivi generati nell'arco del Piano e le disponibilità previste al suo termine.

L'obiettivo di fondo è stato quello di analizzare le cause che hanno generato una perdita di 170 milioni di euro (perdita relativa al primo semestre 2009), e porre delle azioni tempestive (in termini di risorse finanziarie) e correttive (abbandonare i segmenti con i cash flow negativi). Sostanzialmente le cause individuate sono prettamente due: una di natura esterna, legata per lo più all'andamento del settore del real estate; ed una di natura interna, legata a politiche di finanziamento errate e sopravvalutazioni di determinati investimenti immobiliari.

Attraverso l'applicazioni di determinati indici immobiliari, si nota come sia stata fin troppo usata la leva finanziaria. Più in dettaglio:

	LTV	LTC	D/CIN	MOL
Immobili Francia	80%	102%	-	-
Immobili USA	91%	93%	-	-
Immobili Italia	85%	157%	-	-
<b>Area Reddito</b>	<b>82%</b>	<b>107%</b>	<b>1,07</b>	<b>70%</b>
Milano S. Giulia	18%	30%	-	-
Immobili Cascina	36%	81%	-	-
<b>Area Sviluppo</b>	<b>25%</b>	<b>48%</b>	<b>0,8</b>	<b>79%</b>
Terreni	65%	375%	-	-
Immobili	92%	96%	-	-
<b>Area Trading</b>	<b>91%</b>	<b>99%</b>	<b>0,83</b>	<b>-199%</b>

Tale tabella mostra attraverso lo sviluppo di ogni singolo indice, l'ammontare di debito impiegato per ogni investimento, suddiviso per settori di attività.

Il Loan To Value è il rapporto tra l'importo del mutuo da erogare e il valore dell'immobile dato in garanzia. Il loan to value, nel caso di mutuo per l'acquisto di un immobile, esprime quindi la quanta parte del valore dell'immobile è stata finanziata attraverso il mutuo. Mediamente il loan to value è pari all'80% del valore dell'immobile. Lo spread sul mutuo, quando il loan to value è superiore all'80 %, potrebbe essere maggiore. Tale indice, dato che lo si sta rapportando a valori di mercato, indica un eccesso di copertura finanziaria attraverso mezzi di terzi. Il settore di attività "reddito" mostra un utilizzo del debito non conforme alle soglie limite di detti indici ( $LTV < 80\% < LTC$ ;  $D/CIN < 1 < MOL$ ).

Anche se il ricorso al debito è preferito per i seguenti motivi:

- *Insufficienza di fondi per effettuare l'investimento* (l'investimento immobiliare è un *business capital-intensive* ; Spesso l'investitore non ha a disposizione *equity* sufficiente per comprare/costruire un immobile; Il ricorso al debito rende possibili determinate operazioni e si basa sull'assunto che l'investimento genererà dei flussi di cassa/ reddito con i quali si ripagherà il debito.)

- *Fondi sufficienti, ma strategia di diversificazione* [Pur in presenza di *equity* sufficiente alla realizzazione dell'investimento può essere ritenuto utile il ricorso al debito in quanto offre la possibilità di effettuare, a parità di capitale proprio investito, un numero maggiore di investimenti e dunque una diversificazione del rischio; La diversificazione del rischio può essere effettuata sia a livello *inter-business* (*real estate* e non) che *intra-business* (a livello geografico, di *tenants*, di data scadenza contratti di locazione..)].
- *Scudo fiscale (tax shield) generato dagli interessi* [Gli interessi vengono dedotti dalla base imponibile → ad un maggior debito corrispondono maggiori interessi passivi che andranno ad abbassare la base imponibile; Un aumento “eccessivo” del debito provoca però anche un aumento della rischiosità che si traduce in un maggior rendimento richiesto (costo-opportunità) dai portatori di capitale di rischio e di credito → “struttura ottimale del capitale” (teorema di Modigliani-Miller); Sono fiscalmente deducibili solo gli interessi e non le “quote capitale”].
- *Incremento del ritorno sul capitale investito* [Il ritorno sull'*equity* di un investimento immobiliare è formato da due componenti. Apprezzamento (deprezzamento) dell'immobile (“*Capital gain/loss*” per le azioni) ; Rendimento annuo del capitale investito (*equity cash flow return*, che per le azioni si sostanzia nei dividendi).

Tralasciando le teorie sulla struttura finanziaria ottimale di una impresa (Modigliani-Miller), non esiste, ovviamente, una risposta alla domanda “quanto è necessario indebitarsi per un progetto immobiliare”. Tale valore infatti dipende da innumerevoli fattori dipendenti tanto dalla natura del soggetto investitore quanto dalla tipologia di progetto di investimento. A titolo puramente esemplificativo risulta evidente come in linea teorica per uno sviluppatore sia meno rilevante la convenienza dello scudo fiscale del debito rispetto ad un investitore con immobili a reddito ed elevati NOI. Le operazioni di sviluppo infatti generano per diversi anni (quelli di costruzione degli immobili) ricavi limitati (se non nulli). Allo stesso tempo però potrebbe essere conveniente per il *developer* ricorrere al debito per il solo fatto che egli “*stand alone*” non dispone dei capitali necessari ovvero non voglia investire l'intero patrimonio in un solo progetto (diversificazione-riduzione del rischio). In tal caso tuttavia si ritiene una valore soglia che non superi l'80%, oltre il quale le banche creditrici possono applicare la covenant che le permette di richiedere la restituzione anticipata ed integrale del capitale.

Passando all'indice rapporto di Indebitamento (mezzi di terzi/ capitale investito netto), esso indica l'incidenza del debito sul capitale investito, di norma valori superiori a 0,5 sono considerati non positivamente per una impresa "normale", date le peculiarità del *business* immobiliare (che fa di sovente un massiccio uso del debito) sono accettati per tale industria valori anche superiori a 0,5. I dati in tabella mostrano nuovamente alcune lacune di carattere puramente oggettivo. Possono comunque ritenersi accettabili detti valori, poiché il processo di turnaround in atto sta delineando strategie volte alla riduzione del debito, in modo tale da ripianare la situazione economico-finanziaria del gruppo. L'attività di dismissione, che verrà analizzata nel paragrafo successivo, verte in tal senso, ovvero saranno dismessi e quindi abbandonati i settori di attività che nel corso degli ultimi tre esercizi hanno prodotto un cash flow negativo e incrementato notevolmente la posizione finanziaria netta del Gruppo.

#### **4.5.3 Linee guida Piano Industriale 2009-2014**

Più in dettaglio il Piano Industriale prevede:

- la dismissione graduale del portafoglio trading;
- il mantenimento del patrimonio immobiliare estero, rappresentato da immobili di pregio situati in location cosiddette "premium" in Francia e in U.S.A., e sua valorizzazione attraverso azioni di massimizzazione dei ricavi da affitto;
- la prosecuzione della valorizzazione dell'Area ex-Falck, l'ottenimento dell'approvazione completa dei progetti definitivi e la successiva vendita dell'area pianificata per l'anno 2012, salvo opportunità di alienazione anticipata ;
- la valorizzazione dell'area di Milano Santa Giulia Nord anche attraverso la richiesta di una variante al progetto definitivo attualmente approvato, al fine di cogliere le significative opportunità generate da recenti normative per un incremento degli spazi di superficie realizzabili. Il piano prevede lo sviluppo della successiva costruzione in partnership con un altro operatore;
- il completamento delle opere di urbanizzazione nell'area di Milano Santa Giulia Sud, alienazione di alcuni lotti a destinazione mista, completamento delle realizzazioni del complesso direzionale Sky e prosecuzione del contratto di affitto di lungo termine con la stessa Sky;

Il Piano Finanziario per il periodo 2009-2014 redatto, con l'assistenza di Leonardo & Co, elabora ed illustra le previsioni dei flussi finanziari attesi in tale periodo, sulla base delle azioni e delle previsioni del Piano Industriale e sulla base degli effetti economici-finanziari derivanti sia dall'Accordo di Ristrutturazione dei debiti sia da ulteriori accordi intervenuti anche con soggetti diversi dalle Banche

aderenti all'Accordo di Ristrutturazione e comportanti la riduzione o il riscadenziamento di parte dell'indebitamento finanziario.

Tale piano analizza l'evoluzione patrimoniale ed evidenzia la progressiva riduzione dell'indebitamento finanziario a livello di Gruppo e di singola società.

### La ristrutturazione Finanziaria del Gruppo

#### 4.6 L'accordo di ristrutturazione del sistema Holding

Tali accordi sono stati sottoscritti in data 2.09.2009 da Zunino Investimenti spa, Tradim spa e nuova Parva spa, da una parte, e Intesa San Paolo spa, Unicredit Corporate Banking spa e Banco Popolare società cooperativa, dall'altra. Zunino Investimenti Italia, Tradim e Nuova Parva costituiscono, nel loro insieme, il c.d. "Sistema Holding", in quanto detengono, complessivamente, il 72,97% delle azioni di Risanamento spa.



L'accordo è stato pubblicato nel registro delle imprese presso la Camera di commercio in data 8.9.2009 e previa autorizzazione mi è stato dato del materiale relativo alla ristrutturazione del Gruppo.

I contenuti principali dell'accordo sono i seguenti.

- Zunino Investimenti Italia, Tradim e Nuova Parva cedono alle tre banche aderenti e ad altri due istituti di credito- MPS e Banca Popolare di Milano- i diritti di opzione relativi all'aumento di capitale e all'emissione del prestito obbligazionario convertendo, previsti nell' "accordo Risanamento".
- Le tre banche concedono una moratoria sui rispettivi crediti verso le società di "sistema Holding" sino al 31.12.2014, con rinegoziazione convenzionale degli interessi dovuti a partire dal 1.1.2009.
- Alcune società del Gruppo Zunino e del Gruppo Risanamento concedono una moratoria sui crediti intercompany sino al 31.12.2014, con rinuncia agli interessi maturati dopo il 30.6.2009, subordinando il pagamento per la predetta scadenza all'integrale pagamento dei debiti di Zunino Investimenti Italia, Tradim e Nuova Parva e delle altre società controllate nei confronti dei terzi;
- Luigi Zunino posterga personalmente il pagamento dei suoi crediti nei confronti di Zunino Investimenti Italia e di Tradim, per complessivi € 7.200.000, al pagamento dei crediti aderenti, con facoltà per i liquidatori di chiedergli, nel 2010, di rinunciare completamente al predetto credito.
- Banco Popolare mette a disposizione delle tre proponenti € 20.000.000, da destinare al pagamento dei creditori estranei all'accordo, con rimborso del capitale e degli interessi pattuiti successivamente al 31.12.2014, ed antergatamente rispetto agli altri crediti bancari non garantiti da ipoteche, oggetto della moratoria al 31.12.2004.
- Zunino Investimenti Italia, Tradim e Nuova Parva procedono alla liquidazione dei rispettivi patrimoni, da destinare al pagamento di tutti i creditori.
- In caso di in capienza dei patrimoni delle tre società di "sistema Holding", i creditori aderenti non soddisfatti si impegnano, a richiesta delle società proponenti, a rimettere al debito e a non presentare istanze di fallimento.
- Zunino Investimenti Italia e Nuova Parva si impegnano al rimborso immediato di quanto dovuto ai creditori aderenti se, entro il 31.12.2014, la quotazione media di borsa del titolo

Risanamento Spa si collocherà per un certo periodo oltre la media di € 2,00, salva la disponibilità del tempo tecnico per procedere alla cessione delle partecipazioni detenute e, in ogni caso senza obbligo di eseguire la cessione delle partecipazioni di risanamento, potendo cioè Zunino Investimenti Italia, Tradim e Nuova Parva reperire i fondi occorrenti per il rimborso immediato presso soggetti terzi.

- Le tre banche aderenti all'accordo, unitamente a MPS e BPM, si impegnano in modo irrevocabile a rivendere alle tre Holding, a richiesta unilaterale delle stesse, le azioni acquistate in stato di sottoscrizione dell'aumento di capitale di Risanamento, allo stesso identico prezzo di sottoscrizione maggiorato di un tasso di rendimento annuo del 10%; questo patto di opzione è efficace sino al 31.12.2012, ed avrà esecuzione automatica, senza necessità di ulteriori manifestazioni di volontà da parte di Zunino Investimenti Italia, Tradim e Nuova Parva, se il titolo Risanamento spa raggiungerà una quotazione di borsa prestabilita, decrescente in base al trascorrere del tempo, ovvero in caso di offerta pubblica di acquisto totalitaria, con prezzo superiore a determinate soglie, variabili in base all'epoca di riferimento.

L'accordo di ristrutturazione dei debiti è stato approvato unanimemente dalla maggior parte dei creditori. Ovvero, sul punto si evidenzia quanto segue:

- Zunino Investimenti Italia presenta un indebitamento complessivo di circa € 176 mln e vi sono creditori aderenti per circa € 155 mln, con una percentuale di adesioni pari all'88% dei debiti totali.
- Tradim presenta un indebitamento complessivo di circa € 172.600.000 e vi sono creditori aderenti per circa € 151.600.000, con una percentuale di adesioni pari all'87,80% dei debiti totali.
- Nuova Parva, infine, presenta un indebitamento complessivo di circa € 330.200.000 e vi sono creditori aderenti per circa € 287.000.000, con una percentuale di adesioni pari all'86,90% dei debiti totali.

L'esecuzione degli accordi si articola in una prospettiva di medio-lungo periodo, che impegna le parti in molteplici attività esecutive di dettaglio nel quinquennio 2009-2014. La relazione è stata quindi corredata da un piano finanziario quinquennale, in base al quale i flussi di cassa necessari a far fronte ai debiti scaduti e a scadere di ciascuna delle tre società di "Sistema Holding" nel periodo 2009-2014 deriverebbero, in particolare.

- da una liquidità già disponibile per circa € 9.000.000;
- dall'erogazione di un prestito per cassa di € 20.000.000 da parte di Banco Popolare;
- dalla progressiva dismissione dei patrimoni immobiliari di Tradim e Nuova Parva, per un valore complessivo di € 194.257.000 (dalla documentazione prodotta essi risultano completamente liberi da ipoteche e da altri impegni di destinazione per circa € 6.900.000);
- dalla vendita di partecipazioni in Risanamento, peraltro già oggetto di pegni costituiti a favore di Unicredit, Intesa e Banco popolare, ritenuta idonea a generare consistenti introiti monetari soprattutto se il titolo azionario dovesse raggiungere predeterminate quotazioni in borsa;

E' inopinabile che i creditori aderenti all'accordo hanno manifestato un sostegno davvero convinto al buon esito dell'attività liquidatoria. È molto indicativo, in questo senso, l'impegno ad accettare sin d'ora la soddisfazione ridotta dei rispettivi crediti in caso di incapienza dei patrimoni delle tre società di "Sistema Holding ". Analoga importanza assume la disponibilità degli Istituti di credito a retrocedere alle società in questione la titolarità delle azioni di Risanamento spa acquisite in attuazione degli accordi di ristrutturazione del "gruppo Risanamento". L'omologazione di tali accordi è amplificata dall'elevatissimo grado di adesione, prossimo al 90% del totale dell'indebitamento di ciascuna società, e dalla circostanza che nessuno dei creditori estranei ha fatto opposizione. Aggiungerei che tale adesione è giustificata dalla compresenza di un valore di mercato del patrimonio immobiliare pari a circa 4 miliardi di euro, rispetto ad un valore contabile di € 2.800.000.000 e ad un indebitamento complessivo di circa 3 miliardi di euro.

#### **4.6.1 L'accordo di ristrutturazione dei debiti Risanamento spa**

Il Consiglio di Amministrazione di Risanamento in data 2 settembre 2009 ha approvato il piano industriale e il piano finanziario per il periodo 2009 – 2014 del gruppo Risanamento e la sottoscrizione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis della legge fallimentare . La sottoscrizione dell'Accordo è stata deliberata anche dalle controllate Milano Santa Giulia S.p.A., MSG Residenze S.r.l., Tradital S.p.A., RI. Investimenti S.r.l. e RI. Rental spa.

L'Accordo è stato sottoscritto nella stessa giornata del 2 settembre 2009 da Risanamento S.p.A. e dalle controllate sopra indicate con Intesa Sanpaolo S.p.A, UniCredit Corporate Banking S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Banco Popolare Società Cooperativa, Banca Popolare di Milano Soc. Coop. a r.l.e Banca Italease S.p.A.

Tale piano è stato oltresì avallato dal Dott Giovanni La Croce e il Dott Marco Sabatini, i quali sono stati incaricati da Risanamento S.p.A. e dalle altre società del Gruppo partecipanti all'Accordo di Ristrutturazione di valutare l'attuabilità dell'Accordo di Ristrutturazione e l'idoneità dello stesso ad

assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei ai sensi dell'art. 182 bis del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 e successive modificazioni, nonché di valutare l'idoneità del Piano Complessivo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio della situazione finanziaria di Risanamento S.p.A. e della altre società del Gruppo partecipanti all'Accordo di Ristrutturazione. Il giudizio complessivo ha attestato che gli Accordi unitamente al Piano risultano:

- idonei ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei agli Accordi, ragionevolmente idonei ad assicurare il pagamento di quelli aderenti allo stesso secondo le modalità e la tempistica ivi previste e
- ragionevolmente idonei a consentire il riequilibrio della situazione economico finanziaria di ogni singola entità giuridica proponente gli Accordi.

Gli impegni assunti dalle banche nell'Accordo di Ristrutturazione sono stati subordinati alla condizione sospensiva del rilascio da parte di Consob del parere positivo sull'esenzione dall'obbligo di procedere all'offerta pubblica di acquisto obbligatoria delle azioni ordinarie di Risanamento S.p.A.. Tale parere è stato rilasciato da Consob in data 3 settembre 2009 e pertanto gli impegni delle banche sono divenuti efficaci.

L'Accordo di Ristrutturazione, in particolare, prevede un sostanziale rafforzamento patrimoniale della Capogruppo e una considerevole immissione di liquidità a favore della stessa nei termini descritti di seguito.

- 1) **Aumento di capitale** previa eliminazione del valore nominale espresso delle azioni ordinarie, è stato deliberato il 30 novembre 2009 da Risanamento Spa un aumento di capitale, con opzione a favore degli aventi diritto rappresentati dai Soci e dagli attuali obbligazionisti, per un importo complessivo di 150 milioni di euro e con attribuzione al Consiglio di Amministrazione di Risanamento della facoltà di collocare gratuitamente presso terzi i diritti per la sottoscrizione dell'inoptato. L'Accordo di ristrutturazione contempla, tra le altre intese, l'impegno delle Banche, previo acquisto dei diritti di opzione di spettanza delle società Zunino Investimenti S.p.A., Tradim S.p.A. e Nuova Parva S.p.A. (che sono titolari nel complesso del il 72,971% delle azioni Risanamento S.p.A.) di garantire la sottoscrizione dell'aumento di capitale, anche per la parte inoptata, liberando tale aumento (i) fino ad un importo complessivo massimo di euro 130 milioni mediante versamento in denaro e (ii), quanto all'ammontare residuo (e quindi fino all'importo di euro 150 milioni), a scelta di ciascuna delle Banche, mediante versamento in denaro ovvero compensazione volontaria con i crediti non ipotecari vantati dalle Banche stesse nei confronti di Risanamento S.p.A.

Le Banche si sono, in particolare, impegnate in via incondizionata e irrevocabile (a) a liberare integralmente l'Aumento di Capitale, anche per la parte non optata dagli aventi diritto, (i) fino ad un importo complessivo massimo di euro 130 milioni mediante versamento in denaro e (ii), quanto all'ammontare residuo (e quindi fino all'importo di euro 150 milioni), a scelta di ciascuna delle Banche, mediante versamento in denaro ovvero compensazione volontaria con i crediti non ipotecari vantati dalle Banche stesse nei confronti di Risanamento S.p.A. Il prezzo unitario di emissione è stato pari ad euro 0,45 per azione.

Al fine di sostenere nell'immediato le esigenze di liquidità del Gruppo Risanamento, successivamente al 22 settembre 2009, le Banche aderenti all'Accordo hanno effettuato un versamento di 22 milioni di euro in conto aumento capitale. Inoltre, subordinatamente al passaggio in giudicato dei decreti di omologa dei due Accordi di Ristrutturazione, sia di Risanamento sia delle società che attualmente la controllano, i suddetti creditori, dietro motivata richiesta della Società finalizzata a fronteggiare oggettive necessità di liquidità, effettueranno di volta in volta ulteriori versamenti in conto futuro aumento di capitale sino ad un massimo di 94,9 milioni di euro (incluso l'importo di euro 22 milioni eventualmente versato prima del passaggio in giudicato del decreto di omologa).

2) ***Prestito convertendo***, sarà emesso da Risanamento Spa un prestito obbligazionario convertendo (il "Prestito Obbligazionario Convertendo"), con opzione a favore degli aventi diritto rappresentati dai Soci e dagli attuali obbligazionisti, per complessivi 350 milioni di euro, con scadenza 31 dicembre 2014 la cui sottoscrizione sarà garantita dalle Banche tramite utilizzo dei loro crediti chirografi dalle stesse vantati nei confronti di Risanamento S.p.A.. Il prestito maturerà interessi ad un tasso annuo pari al 3% per i primi 36 mesi successivi alla data di emissione e al 4% per il periodo successivo sino alla data di scadenza. Non è previsto il pagamento di cedole per gli interessi maturati nel corso del periodo, che verranno rimborsati con azioni in via posticipata alla data di conversione. Tale prestito potrà essere rimborsato anticipatamente - a scelta insindacabile di Risanamento S.p.A. - per un importo pari al valore nominale delle obbligazioni nonché degli interessi maturati sino alla data di rimborso, in presenza di una attestazione positiva di un esperto indipendente in merito alla assenza di pregiudizio dell'equilibrio, anche prospettico, patrimoniale e finanziario della Società. Inoltre la Società potrà disporre la conversione obbligatoria, in tutto o in parte, in ogni momento in presenza delle fattispecie di cui agli articoli 2446 e 2447 C.C. La conversione dovrà inoltre essere effettuata in presenza di una offerta pubblica di acquisto totalitaria incondizionata o alla soddisfazione di eventuali condizioni di efficacia, ovvero nell'ipotesi in cui ricorra una causa di rimborso anticipato del POC.

Il prestito, qualora non rimborsato, sarà convertito alla scadenza (31 dicembre 2014) in azioni ordinarie della Società ad un prezzo di conversione pari al maggiore tra (i) il prezzo definitivo di emissione delle azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale e (ii) l'importo derivante dalla media aritmetica tra l'importo di cui al punto (i) e la media ponderata del prezzo ufficiale di borsa dell'azione Risanamento S.p.A. nei sei mesi antecedenti la data della conversione, fermo restando che l'importo di cui al punto (ii) non potrà in ogni caso essere superiore a 1,2 euro per azione.

L'effetto complessivo sostanziale del prestito convertendo, ove sottoscritto interamente dalle Banche, si estrinseca nell'utilizzo di crediti chirografari delle Banche stesse per un importo totale di 350 milioni di euro, con una conseguente riduzione dei debiti finanziari della Società iscritti in bilancio, per sottoscrivere un prestito convertendo che sarà rimborsato con l'emissione di nuove azioni a meno che la società decida di rimborsarlo per cassa prima della scadenza naturale .

3) di concedere a Risanamento S.p.A un finanziamento, per un ammontare complessivo di Euro 272.000.000,00 e con scadenza al 31 dicembre 2014, che Risanamento S.p.A. potrà utilizzare, in caso di necessità, per il rimborso (alla scadenza ovvero in via anticipata) del prestito obbligazionario convertibile in azioni ordinarie di Risanamento S.p.A. emesso in data 10 maggio 2007 per un importo complessivo nominale di Euro 220.000.000,00, con scadenza il 10 maggio 2014.

4) Alcune società del Gruppo Risanamento si sono impegnate a riscadenziare i rapporti di intercompany sino a tutto il 31.12.2014; resta salva la possibilità per Risanamento Spa di chiedere comunque i pagamenti, ove necessario, in relazione alle esigenze di tesoreria;

5) E' prevista la cessione di crediti IVA, considerati esigibili, con flusso aggiuntivo di cassa per € 76.000.000,00; Le Banche Aderenti si sono dichiarate disponibili a mettere a disposizione a Risanamento Spa e delle altre società del gruppo aderenti una linea di credito di pari importo, assicurando quindi l'effettiva disponibilità della somma;

6) E' inoltre prevista la liberazione di ulteriore risorse liquide per € 73.000.000,00 entro il 31.5.2010, attraverso la sostituzione di depositi cauzionali vincolati a favore di Fondiaria Sai e di Unicredit con garanzie fideiussorie che saranno appositamente rilasciate dalle cinque "banche aderenti".

Nel dettaglio verranno elencati i principali accordi finanziari in modo tale da poter costruire una previsione dei cash flow per il quinquennio 2009-2014.

- Risanamento spa e Italease spa risolveranno consensualmente tre contratti di leasing immobiliare stipulati nel 2005 per una durata di 15 anni e quindi ancora in corso; Italease tratterà in via definitiva i canoni già percepiti e rinuncerà ad ogni ulteriore ragione di credito,

anche per danni, nei confronti di Risanamento; si determinerà in questo modo una riduzione di oneri finanziari futuri per € 114.000.000,00.

- La Banca Nazionale del Lavoro concederà a Risanamento spa una moratoria diversificata per tipologia di credito, ovvero fino al 30.4.2010 per € 4.500.000 di debiti chirografi e sino al 30.10.2012 per € 41.800.00 di debiti ipotecari.
- Meliorbanca ha raggiunto a sua volta un accordo con Risanamento spa in forza del quale il suo debito ipotecario verso le società del gruppo, pari a circa € 43 mln alla data del 31.8.2009, verrà soddisfatto con il trasferimento della partecipazione totalitaria di una società-veicolo, nella quale saranno conferiti alcuni beni immobili di proprietà di Risanamento, di RI Estate e di RI Investimenti, partecipazione alla quale è stato attribuito un valore convenzionale identico a quello del predetto credito.
- Banca Popolare di Milano ha deliberato di concedere a Risanamento Spa una moratoria sul proprio credito per complessivi € 53 mln sino al 31.12. 2012.
- È stata perfezionata un'intesa transattiva con Ipi spa, a definizione delle pendenze debitorie verso questa società, per le quali era già stato ottenuto da Ipi un titolo esecutivo giudiziale. L'accordo prevede la cessione della partecipazione di una società veicolo (Sviluppo Comparto 4 srl) titolare di un patrimonio immobiliare di valore complessivo pari a € 43 mln al lordo delle ipoteche gravanti su medesimi immobili.
- È stato poi raggiunto un accordo per la definizione del rapporto con Sky Italia Spa. Al progressivo completamento degli edifici dell'area Milano S. Giulia dovrebbe corrispondere un incremento dei canoni dovuti da Sky, per poi addivenire nel 2014 alla cessione della società-veicolo preposta a questo settore i attività (sviluppo Comparto 3 srl) per l'importo previsto di € 89 mln.
- Un ulteriore accordo di rilievo è intervenuto tra Bpl Real Estate spa, titolare di crediti per circa € 51 mln nei confronti di Milano S. Giulia e di € 49 mln verso MSG residenze, Si prevede che Risanamento spa ceda a Bpl RE le partecipazioni totalitarie di Sviluppo Comparto 6 srl e di Sviluppo Comparto 8 srl, previo trasferimento in queste società di alcuni immobili appositamente individuati, a cui viene attribuito un valore stimato di circa € 203 mln. Questo importo dovrebbe essere depurato del monte debiti relativo alle due società Sviluppo Comparto 6 e Sviluppo Comparto 8, con un valore netto dell'operazione pari al credito complessivo di circa € 100 mln del Banco Popolare.

#### **4.6.2 Piano Industriale, dismissioni e cessioni partecipazioni**

Il piano Industriale per il quinquennio 2009-2014 è sviluppato con riferimento ai quattro fondamentali comparti produttivi in cui è possibile suddividere l'attività imprenditoriale di risanamento spa e delle altre società del gruppo: blocco trading, blocco estero, blocco Falck, blocco Santa Giulia.

##### Blocco Trading

Il primo settore considerato è il blocco trading, ovvero l'attività di acquisto e rivendita di unità immobiliari. In questo ambito è stata programmata una decisa accelerazione delle dismissioni, in modo da ottenere nel biennio 2009-2010 un consistente flusso finanziario in entrata. Più precisamente, le alienazioni immobiliari dovrebbero portare nelle casse del gruppo una somma pari a circa € 93 mln, coerente con i valori di perizia acquisiti dall'esperto. Le vendite interessano anche le quote di alcune società partecipate, qualificate "non strategiche".

##### Blocco Estero

Risanamento spa è titolare in numerose società estere, che a loro volta detengono importanti patrimoni immobiliari. In questo comparto non sono previste dismissioni, gli immobili mantengono la loro destinazione a reddito, con previsione di incremento progressivo degli introiti da € 68 mln nel 2010 sino ad arrivare ad € 83 mln nel 2014.

Nondimeno la gestione di questo patrimonio sarebbe destinata a generare costi medi per circa 13 mln di euro per anno, fatta salva una previsione più onerosa per il 2010 ( pari a circa € 17 mln) a causa di lavori di ristrutturazioni programmati, da eseguirsi presso uno degli immobili ubicati a New York. Il fabbisogno del quinquennio sarebbe quindi pari a circa € 67 mln.

##### Blocco Santa Giulia

L'area di Santa Giulia rappresenta, insieme all'area Falck, la componente patrimoniale e imprenditoriale più rilevante di tutto il gruppo. In questo contesto sono stati già realizzati alcuni degli interventi inizialmente pianificati. Il piano prevede la dismissione parziale dell'area, programmata per il 2012, limitatamente ad una porzione del 45% de totale, per un valore ipotizzato di € 420 mln. Il potenziale acquirente non è stato ancora individuato e dovrebbe essere reperito nella logica di costruzione di una partnership strategica.

Blocco Falck

Per questa seconda macro area- proprietà di Immobiliare Cascina Rubina, interamente controllata da Risanamento spa- l'intervento di conversione non è ancora iniziato. Il piano prevede la cessione dell'intera area entro il 2012 ad un prezzo oggi stimato di € 450 mln, valore già oggetto di una recente trattativa di vendita, poi naufragata. Con riferimento a questo comparto imprenditoriale, Banca Intesa ha concesso una moratoria sui debiti già scaduti sino al 31.12.2012.

#### **4.6.3 Il Piano Finanziario: vantaggi e difficoltà**

Gli impegni assunti dalle Banche nell'ambito dell'Accordo di Ristrutturazione, così come gli impegni assunti da altri creditori con cui sono stati sottoscritti ulteriori accordi finalizzati al miglior riequilibrio della situazione finanziaria di Risanamento S.p.A. e del Gruppo, sono stati condizionati al passaggio in giudicato o meno sia del decreto di omologa, il quale ha dato definitivamente un parere positivo al Piano.

Alla luce di tutte le considerazioni che precedono gli amministratori, essi ritengono di poter rilevare che, per effetto dell'Accordo di Ristrutturazione e del Piano Complessivo, la Società e l'intero Gruppo potranno beneficiare di miglioramenti sotto vari aspetti.

(a) l'indebitamento finanziario di Risanamento SpA e del gruppo diminuiranno di 150 milioni euro con conseguente pari impatto sulla posizione finanziaria netta. E' bene ricordare tuttavia che il Prestito Obbligazionario Convertendo, ove non rimborsato anticipatamente a discrezione della Società, prevede la conversione obbligatoria in azioni. Pertanto, in caso di integrale sottoscrizione del Prestito Obbligazionario Convertendo da parte delle Banche, 350 milioni di euro di crediti chirografari di titolarità delle banche stesse verranno utilizzati per liberare tale prestito il quale, salvo diversa decisione della Società, verrà rimborsato alla scadenza naturale (o anticipatamente nei casi previsti dal regolamento di tale prestito) mediante emissione di nuove azioni ordinarie di Risanamento S.p.A.

(b) Il patrimonio netto della Società aumenterà di Euro 150 milioni. E' stato evidenziato che la capogruppo è in grado di assicurare il mantenimento dell'equilibrio patrimoniale delle società controllate nel corso del piano. In prospettiva, salvo il rimborso del Prestito Obbligazionario Convertendo per cassa su iniziativa della Società, il patrimonio netto di Risanamento S.p.A. è destinato ad aumentare di altri 350 milioni di euro in seguito alla conversione in azioni ordinarie della società del Prestito Obbligazionario Convertendo; e

(c) per effetto degli ulteriori accordi definiti con creditori (Banca Italease, IPI, BNL, Meliorbanca, Hypo e Banco Popolare) anche diversi dalle Banche aderenti, come precedentemente menzionato, si avranno ulteriori riduzioni o deconsolidamenti dell'indebitamento per un importo di circa 455 milioni di euro.

Inoltre alcuni accordi prevedono riscadenziamenti lungo il periodo del Piano Complessivo che sostanzialmente si configurano nella moratoria del 91% dei debiti e in una riduzione pianificata nel quinquennio degli oneri finanziari. Qui di seguito verrà costruito il lo Stato Patrimoniale prospettico e il Conto Economico prospettico del Gruppo Risanamento in relazione al piano posto in essere da tutti gli stakeholder dell'azienda. E' bene porre alcune ipotesi, che verranno delineate nelle note, e che mi hanno permesso di costruire i flussi e i bilanci prospettici del Gruppo.

#### 4.7 Conto Economico Prospettico: sviluppo e considerazioni sui risultati

(valori in migliaia)	Consolidato	Consolidato	Consolidato	Consolidato	Consolidato	Consolidato
	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14
<b>Ricavi da locazione</b>	43.000	42.000	46.600	70.000	83.000	89.000
<b>Ricavi estero</b>	64.000	68.000	71.000	77.000	80.000	83.000
<b>Ricavi da sviluppo/trading</b>	47.072	409.850	234.554	328.854	41.854	127.854
<b>Variazioni delle rimanenze</b>	(39.644)	(12.507)	(22.100)	-	-	-
<b>Valore Della Produzione</b>	127.871	507.350	374.254	475.854	204.854	299.854
<b>Acquisti di immobili</b>	0	0	0	0	0	0
<b>Costi operativi (servizi, personale)</b>	(124.312)	(133.270)	(122.304)	(138.941)	(98.560)	(83.870)
<b>EBITDA</b>	<b>3.3559</b>	<b>383.038</b>	<b>(251.950)</b>	<b>336.913</b>	<b>106.296</b>	<b>215.984</b>
<b>Ammortamenti</b>	(27.839)	(27.839)	(24.600)	(22.540)	(19.100)	(16.100)
<b>Plusvalenze/Minusvalenze /svalutazioni</b>	(29.734)	(35.234)	(19.112)	(14.830)	(6480)	2.300
<b>EBIT</b>	<b>(54.014)</b>	<b>319.965</b>	<b>208.238</b>	<b>299.543</b>	<b>80.706</b>	<b>202.184</b>
<b>Quota di partecipazioni in imprese collegate</b>	(13.198)	(13.198)	(13.198)	(13.198)	(13.198)	(13.198)
<b>Proventi Finanziari</b>	5597	5597	5597	5597	5597	5597
<b>Oneri Finanziari</b>	(164.297)	(141.497)	(122.297)	(103.097)	(95377)	(54.330)
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>(225.912)</b>	<b>170.867</b>	<b>85.941</b>	<b>183.248</b>	<b>(22.272)</b>	<b>189.153</b>
<b>Imposte</b>	(27.125)	(46.988)	(23.633)	(50.393)	(6124)	(52.017)
<b>Utile (perdita) d'esercizio</b>	<b>(253.037)</b>	<b>123.879</b>	<b>62.307</b>	<b>132.854</b>	<b>(28.396)</b>	<b>137.135</b>

La costruzione di tali CE prospettici è frutto di documenti riservati concessemi da 2 società di consulenza immobiliare milanesi (che seguono il Gruppo sin dal 2006), e da assunzioni implicite derivanti dallo studio di bilanci d'esercizio storici (es. quote fisse annuali di accantonamenti/ammortamenti/costi operativi).

La tabella del Conto Economico prospettico mostra come nel 2010 il gruppo Risanamento torni dapprima con un utile positivo pari 123 milioni di euro per poi attenuarsi nei successivi due anni. Occorrerebbe soffermarsi su ogni singola voce, affinché si scompongano i passaggi che portano a dimostrare che il Gruppo è in grado, grazie al piano di risanamento, di generare valore nel lungo periodo per suoi stakeholder, ma la documentazione a mia disposizione andrebbe oltre l'obiettivo di tale elaborato.

Sviluppando tale prospetto si nota immediatamente che le ragioni che portano da una situazione di completo dissesto, con una perdita pari a € 253 mln, ad una di "normalità" risiedono principalmente ad azioni di carattere straordinario. Non è possibile definire un'azienda sana semplicemente guardando il reddito netto, è indispensabile che si scompongono le principali voci che caratterizzano ad esempio l'Ebit. Ho volutamente separare i ricavi in base alla provenienza, per sottolineare come gli "ottimi" risultati di periodo previsti per gli anni 2010, 2011, 2012 e 2014 sia determinati per circa il 60% (media ponderata degli anni presi in considerazione) da ricavi di carattere straordinario (inteso come ricavi non ricorrenti negli'anni precedenti). Il piano finanziario prevede un'attenta strategia di dismissione degli immobili, la quale permette al gruppo Risanamento di focalizzarsi sul proprio settore "core", ossia il settore reddito, dove i ricavi sono imputati alla semplice locazione degli immobili posseduti. La strategia posta in essere, oltre ad abbandonare il settore Trading (cui dovrebbe generare un valore di circa € 93 mln), si focalizza sulla massimizzazione dei contratti di locazione in Italia ed Estero e sullo sviluppo delle due aree Milano S. Giulia e area Falck. Quest'ultime sono state l'ago della bilancia per l'omologazione da parte del tribunale di Milano per la ristrutturazione dei debiti del Gruppo Risanamento (Gruppo Zunino e Risanamento spa). Qui di seguito verranno elencati i principali accordi che hanno avuto un peso rilevante nello sviluppo del Conto Economico prospettico.

- Congelamento oneri/proventi finanziari per moratorie concesse dalle "Banche Aderenti" (Intesa San Paolo, Unicredit, Mps, Bpl, Bpm, Italease) e da Gruppo Zunino verso le proprie controllate;
- Riduzione pari a € 22.800.000 di oneri finanziari per i prossimi 5 cinque anni grazie all'accordo di riscadenziamento e riduzione del debito stipulato fra Italease e Risanamento spa;
- Incremento ricavi pari a € 38 mln per dismissione immobili settore Trading nel 2010; incremento pari a € 38.854.000 per alienazioni immobili di Tradim spa e Nuova Parva per gli anni 2010, 2011, 2012;
- Incremento pari a € 4 mln per anno, per massimizzazione contratti di locazioni settore Estero, fino al raggiungimento di € 83 mln previsto nel 2014;

- Incremento costi medi pari a € 17 mln per anno, causa ristrutturazione immobili, consulenze e alienazioni immobili.
- Incremento dei ricavi “straordinari” provenienti dalla vendita del 45% dell’area Milano Santa Giulia (140 mln nel 2010, 150 mln nel 2011 e 130 mln nel 2012);
- Alienazione area Falck (ricavi spalmati per il triennio 2010–2012) per un totale di € 450 mln;
- Incremento oneri passivi maturati dal Poc (3% fino al 2012 e il 4% per il restante periodo) rispettivamente pari a € 3,6 nel triennio e a €15 mln per il biennio;
- Riduzione ricavi pari a € 24 mln nel 2010 e € 26 mln nel 2011 per cessazione attività Trading (tali ricavi dovrebbero essere compensati con l’alienazioni dei relativi immobili di detta attività);

#### 4.8 Stato Patrimoniale Prospettico e interventi su la Posizioni Finanziaria Netta del Gruppo

La costruzione e lo sviluppo prospettico dello stato patrimoniale del Gruppo Risanamento, verte principalmente ad analizzare la posizione finanziaria netta e le relative operazione su capitale che interesseranno il quinquennio 2009-2014. La tabella qui di seguito mostrerà il valore delle attività e passività in base agli accordi sopra descritti. Ovvero, verranno analizzati gli accordi di ristrutturazione (moratorie, riscadenziamento, estinzione) omologati dal tribunale di Milano e contemporaneamente le poste di bilancio interessate dal piano industriale (alienazione portafoglio “trading” e “sviluppo”).

€/000	31.12.09	21.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14
<b>Attività non correnti</b>	1.451.544	1.077.944	747.344	706.744	748.700	708.100
<b>Attività correnti</b>	1.703.117	1.656.517	1.547.917	1.210.458	1.162.999	1.022.540
<b>Passività non correnti</b>	(152.997)	(173.830)	(169.000)	(142.000)	(110.000)	(160.000)
<b>Passività correnti</b>	(256.131)	(236.000)	(221.000)	(241.000)	(190.000)	(210.000)
<b>Capitale Investito Netto</b>	2.745.533	2.324.631	1.905.261	1.534.202	1.611.699	1.360.640
<b>Patrimonio netto di Gruppo</b>	(113.285)	36.715	30.000	25.000	20.000	350.000**
<b>Patrimonio netto di terzi</b>	0	10.880	6.344	10.734	0	9.325
<b>Totale Patrimonio Netto</b>	(113.285)	160.594	93.307	157.854	(8.396)	487.135
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>(2.858.818)</b>	<b>(2.491.674)</b>	<b>(2.291.882)</b>	<b>(2.142.541)</b>	<b>(2.094.941)</b>	<b>(1.575.506)</b>

\*il 40% dell'utile previsto per gli anni 2010/11/12 sarà destinato all'autofinanziamento (parte dell'utile ripianerà il debito pregresso); il 50% andrà alle riserve (per fronteggiare la perdita prevista nel 2013) e il restante 10% distribuito agli azionisti.

\*\*conversione del Poc in azioni ordinarie per un valore di € 350 mln

Al fine di consentire una compiuta analisi dei risultati del quinquennio in esame e comprenderne l'attività svolta, si ripercorrono sinteticamente i principali eventi che hanno interessato il Gruppo Risanamento. In particolare vengono analizzati di seguito:

- le cessioni di immobili / partecipazioni
- i progetti in sviluppo

Nel paragrafo precedente è stato più volte delineato il piano di risanamento e le relative operazioni di alienazione ovvero di exit strategy nel settore trading e sviluppo. Per avere una visione più completa del CE prospettico seguiranno ulteriori informazioni circa i dati relativi ai ricavi da alienazioni immobili/partecipazione nel periodo 2009/2014.

-Nel corso dell'esercizio Risanamento S.p.A ha stipulato il rogito per la cessione di tutte le unità immobiliari di proprietà ubicate in Milano per un corrispettivo complessivo di circa 1,7 milioni di euro; una parte residuale costituita da Per quanto concerne le controllate, RI Estate S.p.A. ha venduto diverse unità immobiliari relative all'immobile sito in Biella per un valore complessivo di circa 0,8 milioni di euro, mentre RI Investimenti S.r.l. ha ceduto una unità immobiliare sita in Milano per un corrispettivo pari a 0,2 milioni di euro.

-Tradital Spa nel 2010 cederà l'unità immobiliare residenziale sita in Milano per un importo di 5,9 milioni di euro mentre in data 10 luglio 2009 ha ceduto il 100% delle quote del veicolo societario Sviluppo Comparto 7 S.r.l. che deteneva la proprietà dell'area sita in Milano; il corrispettivo della cessione è stato calcolato attribuendo all'area un valore di 12 milioni di euro.

-RI Investimenti Srl nel biennio 2010-2011 cederà un complesso industriale sito in Pavia per un importo di 0,75 milioni di euro.

Oltre alle cessioni sopra elencate, nel periodo in esame sono stati e dovranno essere redatti diversi compromessi come di seguito specificato.

- il 26 marzo 2009 la controllata Tradital S.p.A. ha sottoscritto il contratto preliminare per l'alienazione dell'immobile sito in Mesenzana (MI) per un importo di circa 1,2 milioni di euro; il rogito, inizialmente previsto entro il 30 giugno 2009, è stato di comune accordo rinviato entro la fine del corrente anno;
- Risanamento S.p.A. nel 2010 stipulerà un contratto preliminare per la cessione dell'immobile sito in Torino per un importo di 1,4 milioni di euro;
- Risanamento S.p.A. prevederà un contratto preliminare per la vendita dell'immobile sito in Genova per un importo di circa 3,25 milioni di euro;

-Area Santa Giulia: il canone di locazione annuo concordato per tale lotto (tra Sky e Risanamento spa), che ha una superficie di circa 44.000 mq a destinazione uffici e studi televisivi, oltre ai magazzini e posti auto interrati, ammonta, attualmente, a circa 10,6 milioni di euro.

Per ragioni puramente "tesistiche" ho menzionato solo le principali attività che hanno influito in modo considerevole le voci di bilancio. Passando ad analizzare il futuro Conto Economico, devo porre alcune critiche in relazione al fin troppo ottimismo relativo alla massimizzazione dei contratti locativi e all'alienazione in tempi rapidi degli immobili.

La stipulazione degli accordi e l'impegno all'attuazione degli stessi, in conformità alle previsioni del piano finanziario e del piano industriale, introducono indubbiamente una discontinuità rispetto alle precedenti scelte gestionali di Risanamento e delle altre società del gruppo.

L'attenzione deve essere riposta, in particolare, sulla capacità del piano di generare in tempi molto brevi la disponibilità di risorse liquide certe per un importo quasi di € 300.000.000, derivanti dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale per € 130.000.000, dalla sostituzione dei depositi cauzionali con garanzie fideiussorie per € 73.000.000, e dalle vendite programmate nel comparto trading per € 93.000.000. Queste risorse appaiono (seppur con la mia riserva) idonee a fronteggiare i debiti scaduti sino a tutto il 31.12.2010. non si può inoltre escludere che i flussi in entrata siano anche maggiori di quelli indicati, poiché, da un lato, le Banche Aderenti hanno sottoscritto l'aumento di capitale senza praticare alcuna compensazione con i propri crediti chirografi pregressi, con conseguente disponibilità effettiva di altri € 20 mln; per altro verso, le banche aderenti dovrebbero concedere effettivamente l'ulteriore linea di credito di € 76 mln, garantita per il credito IVA di corrispondente importo. Si potrebbe quindi ottenere un'iniezione di liquidità ulteriore per circa € 96 mln. Di fatto tale ipotesi non appaiono poco probabili, considerato il forte interesse mostrato apertamente dalle dette Banche alla positiva conclusione del piano di ristrutturazione. Fra gli obiettivi di priorità assoluta vi è senza dubbio l'intento di diminuire le passività finanziarie.

La tabella mostra la PFN dal 2009 al 2014, e evidenzia una crescita diminuzione delle passività a breve e non.

Valori in €/000	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14
<b>Passività Finanziarie correnti</b>	(1.857.070)	(1.633.689)	(1.514.167)	(1.352.826)	(1.314.026)	(958.091)
<b>Passività Finanziarie non correnti</b>	(1.125.515)	(1.112.715)	(1.069.715)	(1.026.715)	(987.915)	(837.915)
<b>Disponibilità e Cassa</b>	106.730	237.730	275.000	220.000	190.000	203.500
<b>Crediti finanziari, titoli e altre attività equivalenti</b>	17.037	17.000	17000	17.000	17000	17.000
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>(2.858.818)</b>	<b>(2.491.674)</b>	<b>(2.291.882)</b>	<b>(2.142.541)</b>	<b>(2.094.941)</b>	<b>(1.575.506)</b>

Gli interventi di ordine primario sono stati e saranno per il 2009-2010, il fronteggiamento delle passività a breve, le quali sono aumentate del 123% dal 2008 al 2009. Le cause risiedono principalmente nelle scadenze delle moratorie già concesse nel 2006, le quali hanno inevitabilmente causato uno squilibrio finanziario di breve. Inoltre i banchieri del gruppo, Intesa San Paolo in testa, avevano sinora reagito concedendo linee di credito a breve termine per importi relativamente piccoli, in modo da mantenere in vita il gruppo nella speranza che il mercato immobiliare si stabilizzasse e si potesse procedere ad una ordinata liquidazione. Questa speranza sembra essere sempre più remota, soprattutto dopo che è sfumata la cessione di una delle maggiori proprietà ad un investitore arabo.

Le azioni, quindi, poste in essere prevedono dapprima un'ulteriore moratoria dei debiti scaduti del 2009 (proroga della moratoria fino al 2014), e un'iniezione di liquidità derivante da: sostituzione dei depositi cauzionali con garanzie fideiussorie per € 73.000.000, aumento di capitale e cessione del 15% nel 2009 e del 20% nel 2010 dell'area S. Giulia (valore stimato pari € 290 milioni).

Relativamente alle passività consolidate, le quali sono costituite per il 59% da debiti di m/l termine verso banche; per il 19% dal prestito obbligazionario; per il 18% da passività per locazioni finanziarie e per il 4% da strumenti di derivati per copertura; il Gruppo prevede i seguenti interventi.

- La passività relative al Poc hanno un alta probabilità di essere trasformate per il 70% in capitale di rischio, con conseguente riduzione delle passività per ca € 300 milioni e con conseguente cambio di “timone” (le tre principali banche assumerebbero il controllo del Gruppo);
- Le passività a m/l lungo termine subiranno una progressiva decurtazione per un valore complessivo pari a € 600 milioni (escluso la conversione del Poc), grazie alla dismissione totale del settore trading, cessione del 45% dell’area S. Giulia e area Falck, cessioni di partecipazioni (IPI , Sviluppo Comparto 3 e 4, 30% del patrimonio immobiliare francese);
- Negli anni 2012 e 2014 lo SP subirà delle forti oscillazioni delle voci di bilancio, poiché sono previsti nel 2014 la maggior parte delle scadenze dei debiti per moratorie e nel 2012 una riduzione sostanziale delle passività grazie al completamento previsto dell’alienazioni di immobili di maggior valore;

Tali operazioni permetteranno una riduzione della PFN pari a ca 1.330 miliardo di euro con conseguente riduzione dell’attivo netto per alienazioni pari a ca 1 miliardo di euro. Il tribunale di Milano, previa analisi del piano di risanamento da parte di esperti, ha ritenuto opportuno omologare l’accordo di ristrutturazione dei debiti, giustificata per lo più dal valore di mercato del patrimonio immobiliare del gruppo e da una fiduciosa e speranzosa alienazione di gran parte degli immobili entro il 2012.

La ristrutturazione finanziaria del Gruppo è stata avallata da circa il 70% dei creditori, sintomo di una forte coesione tra istituti finanziari e Risanamento spa. Gli strumenti impiegati per salvare l’azienda non hanno previsto l’utilizzo di operazione di finanza straordinaria, quali le M&A e il LBO, ma semplicemente le classiche operazioni di ristrutturazioni del debito: moratorie, cessioni partecipazioni e immobili e riscadenziamenti dei debiti. Nell’appendice che segue svilupperò l’ipotesi di trasformazione in una SIIQ, avallata dalla situazione patrimoniale e reddituale in cui dovrebbe trovarsi il Gruppo Risanamento spa nel 2014. Data la dismissioni di immobili e partecipazione del settore trading e settore sviluppo, nel 2014-2015 il Gruppo percepirà ricavi per oltre il 80% unicamente dal settore reddito, ossia ricavi da locazione immobiliare. Tale caratteristica è una dei presupposti reddituali per poter trasformarsi in una SIIQ e nel contempo di beneficiare di determinati vantaggi fiscali che verranno trattati nell’appendice che segue.

## *Appendice B*

### **B1 Le SIIQ**

Il panorama delle imprese presenti sul mercato finanziario italiano si arricchisce di una nuova forma, le società di investimento immobiliare (SIIQ), che affianca ma non sostituisce i già presenti fondi immobiliari chiusi. Fino alla legge n. 296 del 27.12.2006, sul mercato l'investimento istituzionalizzato in immobili era rappresentato dai fondi d'investimento. La loro struttura di *governance* però non permetteva l'intervento ed il coinvolgimento della proprietà nelle varie decisioni. La figura della SIIQ da questo punto di vista si rivela più snella poiché la proprietà (rappresentata con il possesso di azioni) può intervenire nelle decisioni dell'organo amministrativo, dando una maggiore "impronta personale" alle stesse. Questo tipo di compagine sociale consente l'accesso a risorse finanziarie tipiche delle imprese quotate, con la partecipazione della proprietà alle decisioni di *governance* (cosa che non vale per i fondi). È in quest'ultimo aspetto che risiede l'appetibilità della forma SIIQ rispetto al fondo immobiliare per chi intende gestire un investimento di questo tipo. Il legislatore ha ritenuto opportuno rivedere le disposizioni che riguardano le società per azioni residenti nel territorio dello Stato svolgenti in via prevalente l'attività di locazione immobiliare, al fine di renderle più competitive ed appetibili anche in ambito internazionale, anche attraverso un regime fiscale di favore.

Proprio le asimmetrie nel trattamento fiscale, previsto per i fondi immobiliari e per le SIIQ, delineano un modello italiano di investimento immobiliare strutturato su due alternative: il fondo immobiliare si dedica sia allo sviluppo che alla locazione, mentre la SIIQ, in misura prevalente alla locazione. L'analisi del regime fiscale dovrebbe comportare indifferenza nell'adozione della forma giuridica di fondo o SIIQ, ma così non è, date le irragionevoli e vistose distorsioni.

Per verificare se la società può optare per il regime SIIQ, è necessario che:

1. l'oggetto dell'attività sociale sia principalmente la locazione immobiliare;
2. le sue azioni siano negoziate in un mercato regolamentato italiano (SPA o SAPA quotate), con la possibilità di applicare la disciplina anche a non quotate a condizione che siano partecipate da una SIIQ almeno al 95% (sia dei diritti di voto in assemblea ordinaria, sia della partecipazione agli utili);
3. nessun socio possieda direttamente o indirettamente più del 51% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, più del 51% dei diritti di partecipazione agli utili ed almeno il 35% delle azioni sia detenuto da soci che non possiedano direttamente o indirettamente più dell'1% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più dell'1% dei diritti di partecipazione agli utili; in questo modo la partecipazione azionaria risulta sufficientemente diffusa tra il pubblico.

L'opzione per il regime speciale è esercitata entro il termine del periodo d'imposta anteriore a quello dal quale il contribuente intende avvalersene, è irrevocabile e comporta per la società l'assunzione della qualifica di "Società di investimento immobiliare quotata" (SIIQ) che deve essere indicata nella denominazione sociale, anche nella forma abbreviata, nonché in tutti i documenti della società stessa.

La nuova disciplina potrà essere applicata a partire dal 01 gennaio 2008 per le società con esercizio coincidente con l'anno solare.

## **B2 La Locazione Immobiliare**

L'attività di locazione immobiliare si considera svolta in via prevalente se gli immobili posseduti a titolo di proprietà o di altro diritto reale ad essa destinati rappresentano almeno l'80% dell'attivo patrimoniale (parametro patrimoniale) e se, in ciascun esercizio, i ricavi da essa provenienti rappresentano almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico (parametro reddituale). Agli effetti della verifica di detti parametri, assumono rilevanza anche le partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie secondo quanto stabilito dai principi contabili internazionali (si considerano immobilizzazioni finanziarie le partecipazioni di controllo e di collegamento), detenute in altre SIIQ nonché quelle detenute in società non quotate (ma partecipate da una SIIQ al 95%) e i relativi dividendi formati, a loro volta, con utili derivanti dall'attività di locazione immobiliare svolta da tali società.

In caso di alienazione degli immobili e dei diritti reali su immobili, anche nel caso di loro classificazione tra le attività correnti, ai fini della verifica del parametro reddituale, concorrono a formare i componenti positivi derivanti dallo svolgimento di attività diverse dalla locazione immobiliare soltanto le eventuali plusvalenze realizzate.

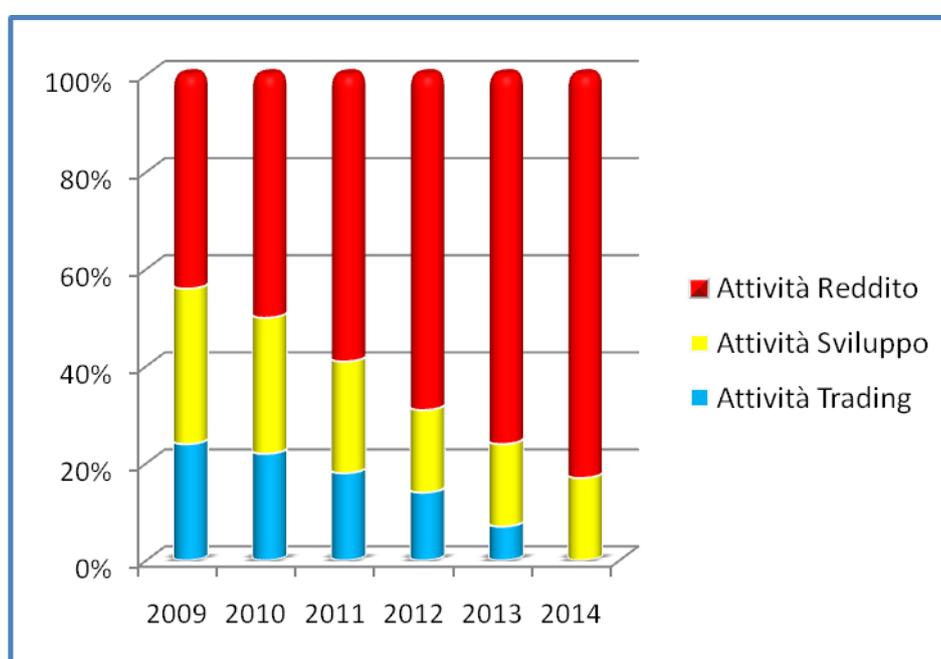
La mancata osservanza per due esercizi consecutivi di una delle condizioni di prevalenza sopra indicate determina la definitiva cessazione dal regime speciale e l'applicazione delle ordinarie regole già a partire dal secondo dei due esercizi considerati.

Allo stato attuale della normativa risalta un problema di ordine interpretativo: la norma che stabilisce i limiti dell'80% non chiarisce come debbano essere trattati gli immobili temporaneamente sfitti per cause imputabili a difficoltà gestionali e non a destinazioni con finalità diverse dalla locazione.

## B 2.1 Requisito Patrimoniale

Relativamente al Gruppo Risanamento ho sviluppato l'ipotesi di trasformazione in una SIIQ, forte del fatto che nel biennio 2010-2012 sarà dismesso il 75% del patrimonio immobiliare del settore "sviluppo" e il 90% del settore "trading", mentre sarà massimizzato il settore "reddito".

Qui di seguito saranno sviluppate le variazioni del patrimonio immobiliare, in modo tale da evidenziare l'eventuale requisito patrimoniale richiesto dalla normativa SIIQ.



La tabella mostra l'evoluzione del patrimonio immobiliare dal 2009 al 2014. Come si evidenzia dal grafico, nel 2009 l'attivo immobiliare è composto per il 44% dall'attività reddito, per il 32% dell'area sviluppo e il restante 24% nell'attività di trading. Le azioni poste in essere, specificate nel paragrafo "Piano Industriale", vertono e seguono una strategia ben delineata: focalizzazione sul proprio core business (attività reddito) e dimissione graduale del portafoglio trading e sviluppo.

Analizzando nel dettaglio il piano industriale mi è stato possibile delineare il futuro patrimonio immobiliare del Gruppo Risanamento. In particolare facendo fede a quanto delineato nel piano, esso

prevede la completa dismissione delle attività di trading, quindi, applicando quote costanti (diminuzione di € 136.419 per ogni anno) per il quinquennio preso in considerazione, le attività passano dall'attuale 24% a pressoché lo 0%. Dall'altro lato, il piano prevede la dismissione delle attività sviluppo per un valore contabile di € 600 mln, contro gli attuali € 923 mln. In particolare, è pianificata la dismissione pari al 45% dell'area S. Giulia entro il 2012, e l'alienazione graduale dell'area Falck per un valore contabile complessivo di € 328 mln.

Il requisito patrimoniale previsto per le SIIQ sembra essere soddisfatto già dal 2013, dove l'attività reddito passa dall'attuale 44% al futuro 83%. La costruzione di tale scenario fonda le sue basi su semplici presupposti.

- *Rifocalizzazione sul core business del Gruppo*: la massimizzazione dei contratti locativi e le relative alienazioni/ dismissioni di immobili/partecipazioni ha ancor di più avallato tale ipotesi. Il piano industriale prevede di fatto il mantenimento delle attività reddito e la tabella elaborata qui di seguito mostra il futuro assetto delle attività del Gruppo. Le ipotesi sottostanti tale tabella si basano sull'applicazione di quote costanti di incremento dell'attività reddito pari al 2% (massimizzazione dell'attività) e diminuzione di quote costanti per l'alienazione dei settori sviluppo e trading per il quinquennio oggetto di studio.

<i>Attività</i>	<i>in</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>
<i>€/000</i>							
<i>Reddito</i>		<i>1.265.009</i>	<i>1.265.009</i>	<i>1.328.259</i>	<i>1.354.824</i>	<i>1.381.920</i>	<i>1.409.558</i>
<i>Sviluppo</i>		<i>923.254</i>	<i>724.514</i>	<i>525.774</i>	<i>327.034</i>	<i>327.034</i>	<i>302.000</i>
<i>Trading</i>		<i>682.908</i>	<i>545.679</i>	<i>409.260</i>	<i>272.841</i>	<i>136.422</i>	<i>0</i>
<i>Totale</i>		<i>2.870.361</i>	<i>2.535.202</i>	<i>2.263.293</i>	<i>1.954.699</i>	<i>1.845.376</i>	<i>1.711.558</i>

- *Gestione snella e trasparente della Holding*: Nel 2014, qualora si esercitasse il prestito convertendo (350 mln di € convertiti in azioni), vi sarebbe un radicale cambiamento della struttura del Gruppo, dove le principali Banche aderenti all'accordo diverrebbero di fatto le controllanti di Risanamento spa. Inoltre il patrimonio immobiliare, come delineato pocanzi, sarà prettamente costituito da attività da locazione, che consentirebbe da un lato di beneficiare degli eventuali sgravi fiscali e dall'altro di gestire il Gruppo in un'ottica più snella e trasparente. Liberandosi da attività più complesse ma più redditizie, come quelle dell'area sviluppo e trading, il futuro management "bancario" non dovrà impegnarsi nella gestione o valorizzazione di attività complesse ma si focalizzerà sull'attività di locazione appunto, risparmiando in consulenze/perizie esose che le due attività richiedono (ca 3 mln di euro negli ultimi 3 anni).

## B 2.2 Requisito Reddituale

Il flusso dei ricavi prospettico analizza l'evoluzione dell'allocazione dei ricavi a seguito delle attività poste in essere. La tabella è stata ripresa dall'analisi del Conto Economico Prospettico sviluppata nel capitolo precedente, focalizzando essenzialmente le voci di ricavo suddivise per attività

(valori migliaia)	in	Consolidato											
		31.12.09		31.12.10		31.12.11		31.12.12		31.12.13		31.12.14	
Ricavi da locazione	da	43.000	30%	42.000	8%	46.600	13%	70.000	14%	83.000	39%	89.000	30%
		64.000	41%	68.000	13%	71.000	20%	77.000	16%	80.000	39%	83.000	27%
Ricavi da locazione/estero	da	47.072	28%	409.850	79%	234.554	67%	328.854	70%	41.854	22%	127.854	43%
Ricavi da trading/sviluppo		(39.644)		(12.507)		(22.100)		-		-		-	

Uno dei requisiti affinché ci si possa avvalere dei vantaggi fiscali di una SIIQ, consiste nel possedere un requisito, oltre che patrimoniale, reddituale per una quota pari all'80% dei ricavi totali. Il Conto Economico Prospettico del Gruppo Risanamento subirà delle forti oscillazioni nei successivi anni, non permettendo così di usufruire sin dal 2010 dei sgravi fiscali previsti dalla trasformazione in una SIIQ.

La voce ricavi sarà composta, per il triennio successivo, da ricavi da cessioni/alienazioni di immobili/partecipazioni. L'ipotesi concernente la trasformazione giuridica in una SIIQ fonda le sue basi sulla configurazione dell'assetto patrimoniale e reddituale alla fine del piano industriale 2009-2014.

Come mostra la tabella, i ricavi da locazione (sia esteri che nazionali) raggiungerà la soglia del 78% nel 2013, obiettivo soglia del requisito reddituale. A mio avviso e dando fede a tale ipotesi, il 2013 si configura come l'anno per la possibile richiesta alla nuova forma giuridica, soddisfacendo sia il requisito patrimoniale sia reddituale previsto dalla normativa.

I paragrafi successivi mostreranno i vantaggi in termini fiscali e l'evoluzione dell'assetto proprietario.

### **B3 Obblighi Contabili**

La società che abbia optato per il regime speciale deve tenere contabilità separate per rilevare i fatti di gestione dell'attività di locazione immobiliare e delle altre attività, dando indicazione, tra le informazioni integrative al bilancio, dei criteri adottati per la ripartizione dei costi e degli altri componenti comuni. L'opzione per il regime speciale comporta l'obbligo, in ciascun esercizio, di distribuire ai soci (c.d. obbligo di *pay out*) almeno l'85% dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso delle partecipazioni in altre SIIQ; se l'utile complessivo di esercizio disponibile per la distribuzione è di importo inferiore a quello derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso di dette partecipazioni, la percentuale suddetta si applica su tale minore importo. La mancata osservanza dell'obbligo di cui sopra comporta la definitiva cessazione dal regime speciale a decorrere dallo stesso esercizio di formazione degli utili non distribuiti.

L'adesione al regime speciale di gruppo comporta, per la società controllata, oltre al rispetto delle disposizioni in materia di SIIQ, anche l'obbligo di redigere il bilancio di esercizio in conformità ai principi contabili internazionali. Le SIIQ pubblicano un'informativa finanziaria infra annuale e danno conto, nella relazione sulla gestione, del rispetto delle particolari previsioni statutarie come integrate dal regolamento di attuazione. lo statuto infatti deve prevedere le regole in materia di investimenti, di limiti alla concentrazione dei rischi all'investimento e di controparte, di limite massimo di leva finanziaria consentito, a livello individuale e di gruppo.

### **B4 Realizzo a valore normale ed imposizione sostitutiva**

L'ingresso nel regime speciale comporta il realizzo a valore normale degli immobili nonché dei diritti reali su immobili destinati alla locazione posseduti dalla società alla data di chiusura dell'ultimo esercizio in regime ordinario. L'importo complessivo delle plusvalenze così realizzate, al netto delle eventuali minusvalenze, è assoggettato a imposta sostitutiva dell'imposta sul reddito delle società e dell'imposta regionale sulle attività produttive con l'aliquota del 20 per cento.

Il valore normale costituisce il nuovo valore fiscalmente riconosciuto degli immobili e dei diritti reali su immobili, rilevando anche agli effetti della verifica del parametro patrimoniale, a decorrere dal quarto periodo d'imposta successivo a quello anteriore all'ingresso nel regime speciale. In caso di alienazione degli immobili o dei diritti reali anteriormente a tale termine, ai fini della determinazione del reddito d'impresa e del valore della produzione assoggettati a imposizione ordinaria, si assume come costo fiscale quello riconosciuto prima dell'ingresso nel regime speciale, al netto delle quote di ammortamento calcolate su tale costo e l'imposta sostitutiva proporzionalmente imputabile agli immobili o ai diritti reali alienati costituisce credito d'imposta.

L'imposta sostitutiva deve essere versata in un massimo di cinque rate annuali di pari importo: la prima con scadenza entro il termine previsto per il versamento a saldo dell'imposta sul reddito delle società relativa al periodo d'imposta anteriore a quello dal quale viene acquisita la qualifica di SIIQ; le altre con scadenza entro il termine rispettivamente previsto per il versamento a saldo dell'imposta sul reddito delle società relativa ai periodi d'imposta successivi. Gli importi da versare possono essere compensati. In caso di rateizzazione, sull'importo delle rate successive alla prima si applicano gli interessi, nella misura del tasso di sconto aumentato di un punto percentuale, da versare contestualmente al versamento di ciascuna delle predette rate.

A scelta della società, in luogo dell'applicazione dell'imposta sostitutiva, l'importo complessivo delle plusvalenze, al netto delle eventuali minusvalenze, calcolate in base al valore normale, può essere incluso nel reddito d'impresa del periodo anteriore a quello di decorrenza del regime speciale ovvero, per quote costanti, nel reddito di detto periodo e in quello dei periodi successivi, ma non oltre il quarto, qualificandosi, in tal caso, interamente come reddito derivante da attività diverse da quella esente.

#### **B5 Esenzione dall'imposizione IRES/IRAP – trattamento delle perdite fiscali**

Dal periodo d'imposta da cui ha effetto l'opzione per il regime speciale, il reddito d'impresa derivante dall'attività di locazione immobiliare è esente dall'IRES e la parte di utile civilistico ad esso corrispondente è assoggettata ad imposizione in capo ai partecipanti. Si comprendono nel reddito

esente i dividendi percepiti, provenienti dalle società con i requisiti SIIQ, formati con utili derivanti dall'attività di locazione immobiliare svolta da tali società. Analoga esenzione si applica anche agli effetti dell'IRAP, tenendo conto, a tal fine, della parte del valore della produzione attribuibile all'attività di locazione immobiliare. Le quote dei componenti positivi e negativi di reddito sorti in periodi precedenti a quello da cui decorrono gli effetti dell'opzione e delle quali sia stata rinviata la tassazione o la deduzione in conformità al TUIR si imputano, per la parte ad esso riferibile, al reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare e, per la residua parte, al reddito derivante dalle altre attività eventualmente esercitate. Le perdite fiscali generatesi nei periodi d'imposta anteriori a quello da cui decorre il regime speciale possono essere utilizzate, secondo le ordinarie regole, in abbattimento della base imponibile dell'imposta sostitutiva d'ingresso e a compensazione dei redditi imponibili derivanti dalle eventuali attività diverse da quella esente.

### **B 5.1 Vantaggi Fiscali Risanamento**

Proseguendo l'analisi del regime speciale, Gruppo Risanamento potrebbe beneficiare dei vantaggi di tale società giuridica, risparmiando milioni di euro, evitando così la doppia tassazione. Partendo dallo sviluppo del CE prospettico e ipotizzando la trasformazione in una SIIQ, il Gruppo dovrà tenere la contabilità separata per rilevare i fatti di gestione dell'attività di locazione immobiliare e delle altre attività, dando indicazione, tra le informazioni integrative al bilancio, dei criteri adottati per la ripartizione dei costi e degli altri componenti comuni.

Ipotizzando la trasformazione in una SIIQ per l'anno 2013, la tabella che segue mostrerà il CE dell'attività reddito e i relativi vantaggi fiscali.

(valori in migliaia)	Consolidato	Consolidato	Consolidato
	Ricavi Locazione	Altri Ricavi	
	31.12.14	31.12.14	31.12.14
Ricavi da locazione	89.000		
Ricavi da locazione/estero	83.000		
Altri Ricavi	-	60.000	
Valore Della Produzione	172.000	60.000	132.000
Costi operativi (servizi, personale)	(61.000)	(31.000)	(92.000)
<b>EBITDA</b>	<b>111.000</b>	<b>29.000</b>	<b>140.000</b>
Ammortamenti	(16.100)	(6.000)	(22.100)
Plusvalenze/Minusvalenze/svalutazioni	2.300	-	2.300
<b>EBIT</b>	<b>97.200</b>	<b>23.000</b>	<b>120.200</b>
Quota di partecipazioni in imprese collegate	(13.198)	-	(13.198)
Proventi Finanziari	5597	-	5597
Oneri Finanziari	(41.330)	(11.000)	(52.330)
Risultato prima delle imposte	46.269	12.000	58.000
<b>Imposte</b>	<b>0<sup>29</sup></b>	<b>(3300)</b>	<b>(3300)</b>
Utile (perdita) d'esercizio	46.269	8.700	54.700
Distribuzione Utile (85%)			46.495
Utile di fine periodo			8.205

<sup>29</sup> Il risparmio preventivato dall'esenzione IRES sarà pari a circa 13 mln di euro per il 2014 (anno in cui si suggerisce il passaggio al regime speciale).

Secondo un report, del 2008, di Merrill Lynch “saranno poche le società italiane ad avvantaggiarsi dell’introduzione di questo strumento. In particolare tra le società immobiliari quotate poche avranno effettivamente dei benefici: potranno avvantaggiarsi solo le property company (tra cui anche Aedes e Igd), ma sicuramente non le società immobiliari di servizi (ad esempio Gabetti Property Solutions), né gli sviluppatori come, appunto, Risanamento. In altre parole non avranno benefici le società del settore immobiliare che svolgono attività diverse dall’investimento in immobili a reddito. Grazie alla tassazione agevolata, invece, numerose società industriali o finanziarie potranno creare Siiq mediante lo spin-off del patrimonio immobiliare: si stima che il patrimonio immobiliare detenuto dalle prime 30 società non immobiliari quotate ammonti a circa 7,3 miliardi di Euro (a valori di libro), dei quali tre quarti saranno conferiti in Siiq.”

Il report redatto da Merrill Lynch ha inequivocabilmente delineato qual è stato l’evoluzione delle SIIQ e quali sono stati gli attori che hanno usufruito del suddetto regime speciale. Il Gruppo Risanamento fu da subito scartato, poiché definito un modello organizzativo “sviluppatore”, dove la componente dei ricavi dipendeva prettamente dall’area “sviluppo”. La tesi svolta non osa ipotizzare scenari non realistici, bensì si basa su criteri oggettivi descritti più volte all’interno dell’elaborato. Il Gruppo Risanamento, alla fine del processo di turnaround, si troverà con un assetto proprietario e con un assetto degli attivi profondamente mutato, e che lo potrebbe paragonare, non in termini di dimensioni, ma in termini di settori in cui opera, al Gruppo AEDES. Lo scenario proposto, come mostra la tabella qui sopra, permetterà al Gruppo Risanamento di beneficiare dell’esenzione dall’imposizione ires/irap.

La tabella suddivide, come descritto nel paragrafo degli obblighi contabili, le aree da attività da locazione dalle altre, evidenziando i relativi vantaggi fiscali, pari a circa 13 mln di euro per il 2014 (anno in cui si suggerisce il passaggio al regime speciale).

## **B 5.2 Trattamento fiscale in capo ai soci di SIIQ**

Le SIIQ operano, con obbligo di rivalsa, una ritenuta del 20% sugli utili in qualunque forma corrisposti a soggetti diversi da altre SIIQ, derivanti dall'attività di locazione immobiliare nonché dal possesso delle partecipazioni in altre società di investimento immobiliare non quotate ma possedute al 95%.

La misura della ritenuta è ridotta al 15% in relazione alla parte dell'utile di esercizio riferibile a contratti di locazione di immobili ad uso abitativo stipulati sulla base di condizioni stabilite a livello comunale tra le associazioni di categoria (dei proprietari e degli inquilini) maggiormente rappresentative (art. 2 c. 3 L. 09.12.1998 n. 431 – c.d. “canone convenzionato”).

La ritenuta è applicata a titolo d'acconto, con conseguente concorso dell'intero importo dei dividendi percepiti alla formazione del reddito imponibile, nei confronti di: a) imprenditori individuali, se le partecipazioni sono relative all'impresa commerciale; b) snc, sas ed equiparate, srl, spa, sapa, cooperative e mutue assicuratrici, enti pubblici e privati che svolgono attività commerciale, stabili organizzazioni nel territorio dello Stato delle società e degli enti stranieri.

La ritenuta è applicata a titolo d'imposta in tutti gli altri casi.

La ritenuta non è operata sugli utili corrisposti alle forme di previdenza complementare, e agli organismi d'investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia, nonché su quelli che concorrono a formare il risultato maturato delle gestioni individuali di portafoglio. Le società che abbiano esercitato l'opzione congiunta per il regime speciale operano la ritenuta solo nei confronti dei soci diversi dalla SIIQ controllante e da altre SIIQ.

### **B 5.3 Trattamento fiscale delle plusvalenze**

Le partecipazioni detenute nelle società che abbiano optato per il regime speciale non beneficiano comunque dei regimi di esenzione previsti dagli artt. 58, 68 c. 3 e 87 TUIR. Per le riserve di utili formatesi nei periodi d'imposta anteriori a quello da cui decorre l'applicazione del regime speciale, continuano a trovare applicazione, anche agli effetti delle ritenute, le ordinarie regole.

Le plusvalenze realizzate all'atto del conferimento di immobili e di diritti reali su immobili in società che abbiano optato o che, entro la chiusura del periodo d'imposta del conferente nel corso del quale è effettuato il conferimento, optino per il regime speciale, sono assoggettabili, a scelta del contribuente, alle ordinarie regole di tassazione ovvero ad un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'IRAP con aliquota del 20 per cento; tuttavia, l'applicazione dell'imposta sostitutiva è subordinata al mantenimento, da parte della società conferitaria, della proprietà o di altro diritto reale sugli immobili per almeno tre anni. L'imposta sostitutiva deve essere versata in un massimo di cinque rate annuali di pari importo, la prima delle quali entro il termine previsto per il versamento a saldo delle imposte sui redditi relative al periodo d'imposta nel quale avviene il conferimento.

### **B 5.4 IVA e imposta di registro ed ipocatastale**

L'apporto di immobili prevalentemente locati da parte di soggetti passivi IVA, alle società che abbiano optato per il regime speciale, è assimilato ad un conferimento d'azienda per quanto riguarda l'applicazione della disciplina IVA.

Gli stessi conferimenti, ma da chiunque effettuati, sono quindi soggetti, agli effetti delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, ad imposta in misura fissa.

Questo è un aspetto di forte competitività sul mercato, in quanto gli apporti alle SIIQ non sono colpiti da imposizione indiretta in misura proporzionale, rendendo quindi economiche da un punto di vista tributario i conferimenti immobiliari, rispetto ad esempio ai conferimenti in fondi immobiliari che applicano le imposte di registro ed ipocatastale in misura proporzionale, nel caso in cui l'apporto provenga da soggetti non IVA.

## ***Conclusioni***

Il ciclo di vita delle aziende passa di norma attraverso quattro stadi: avvio, crescita, maturità, declino, a cui può essere aggiunto un quinto stadio, quello dell'insolvenza.

In Italia i casi di difficoltà e di fallimento di aziende familiari, negli ultimi anni si sono intensificate a causa di numerosi fattori interni ed esterni all'azienda. Dall'altro lato le aziende quotate hanno risentito dell'uso eccessivo della leva finanziaria allo scopo di supportare l'espansione del loro business, ricorrendo per lo più ad obbligazioni corporate emesse su investitori istituzionali. Le scadenze delle obbligazioni e le continue moratorie concesse alle aziende e risultati operativi inferiori alle attese, hanno inevitabilmente creato una spirale negativa scivolando rapidamente verso lo stadio dell'insolvenza.

E facile comprendere, allora come il *turnaround* o risanamento, inteso come difesa e ricostruzione del valore dell'impresa e come realizzazione di un recupero sostenibile nel tempo della capacità di reddito aziendale, si trovi davanti un mercato in crescita sia nel numero di aziende in sofferenza, in insolvenza o in fallimento.

Tale crescita ha registrato delle forti accelerazioni negli ultimi dieci anni, dovute a fenomeni patologici citati nell'elaborato, ma legati anche per effetto di fattori macroeconomici, come esplicitato ne caso aziendale nel settore del real estate.

Di conseguenza il numero degli operatori e delle società dedicate ai processi di turnaround si è allargato in modo significativo, comprendendo tre tipologie principali di attori professionali.

- a) il *turnaround management* che gestisce le operazioni aziendali dalla fase di crisi al successivo rilancio;
- b) l'*advisor finanziario* per la ristrutturazione del debito e le eventuali cessioni di assets, rappresentato di norma da banche di affari;
- c) gli *specialisti legali e fiscali* che di norma fanno parte di studi professionali e di società di revisione.

La tesi svolta si prepone, dapprima, di analizzare la situazione economico-finanziaria di Gruppi operanti nel Real Estate e, in secondo luogo, di individuare le azioni che generalmente sono poste in essere per rilanciare un'azienda in crisi.

Evince in maniera inequivocabile, che in situazioni di dissesto finanziario non siano auspicabili continue iniezioni di liquidità a breve, ma che si adottino sin dai primi campanelli di allarme, ristrutturazioni finanziarie e piani industriali credibili nel tempo.

Nell'elaborato emerge come le aziende, campione di esame, non siano in grado di onorare le insolvenze entro i 12 mesi, sintomo di difficoltà temporanee, in tal caso, esogene, dipendenti da cause esterne e da politiche finanziarie non del tutto appropriate. Se da un lato l'utilizzo della leva finanziaria produce vantaggi in termini di scudo fiscale (*tax shield*) generato dagli interessi e dall'incremento del ritorno sul capitale investito; dall'altro lato è bene finanziarsi rispettando alcuni parametri di riferimento.

Tralasciando le teorie sulla struttura finanziaria ottimale di una impresa (Modigliani-Miller), non esiste, ovviamente, una risposta alla domanda "quanto è necessario indebitarsi per un progetto immobiliare". Tale valore infatti dipende da innumerevoli fattori dipendenti tanto dalla natura del soggetto investitore quanto dalla tipologia di progetto di investimento.

Risulta evidente come in linea teorica per uno sviluppatore sia meno rilevante la convenienza dello scudo fiscale del debito rispetto ad un investitore con immobili a reddito ed elevati NOI. Le operazioni di sviluppo infatti generano per diversi anni (quelli di costruzione degli immobili) ricavi limitati (se non nulli). Allo stesso tempo però potrebbe essere conveniente per il *developer* ricorrere al debito per il solo fatto che egli "*stand alone*" non dispone dei capitali necessari ovvero non voglia investire l'intero patrimonio in un solo progetto (diversificazione- riduzione del rischio).

L'analisi della ristrutturazione finanziaria svolta evidenzia come la tipologia di finanziamento *mezzanine* sia in linea generale adatta per il case study Gruppo Risanamento. Attraverso la sottoscrizione di debito mezzanino risulta infatti possibile. 1) Diversificare le fonti di finanziamento (azioni, debito senior, debito subordinato); 2) Incrementare il grado di leva finanziaria in presenza di limiti al LTV, senza intaccare il livello di rischio finanziario "senior". In linea teorica il *mezzanine*

permette di incrementare l'indebitamento anche quando ci sono già debiti senior per un ammontare elevato.

La ristrutturazione finanziaria e societaria in atto mi ha permesso di costruire uno scenario in grado di cambiare la natura giuridica del caso in esame, ipotizzando una trasformazione in una Società di Investimento Immobiliare Quotata. Il report redatto da Merrill Lynch nel 2008 ha inequivocabilmente delineato qual è stato l'evoluzione delle SIIQ e quali sono stati gli attori che hanno usufruito del suddetto regime speciale. Il Gruppo Risanamento fù da subito scartato, poiché definito un modello organizzativo "sviluppatore", dove la componente dei ricavi dipendeva prettamente dall'area "sviluppo". La tesi svolta non osa ipotizzare scenari non realistici, bensì si basa su criteri oggettivi descritti più volte all'interno dell'elaborato. Il Gruppo Risanamento, alla fine del processo di turnaround, si troverà con un assetto proprietario e con un assetto degli attivi profondamente mutato, e che lo potrebbe paragonare, non in termini di dimensioni, ma in termini di settori in cui opera, al Gruppo AEDES (divenuta SIIQ). In situazione di stagnazione e di continue ristrutturazioni finanziarie la parole d'ordine diviene "cut costs", e mai come ora i vantaggi fiscali offerti dal regime speciale potrebbero configurarsi come un panacea per i risultati disastrosi in cui versa la Holding Risanamento.

## ***Bibliografia***

- EGEA, La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround, 2009
- Caramiello, C. – Di Lazzaro, F. – Fiori, G., Indici di bilancio, Milano, Giuffrè, 2003
- AA.VV., Crisi d'impresa e strategie di superamento, Giuffrè editore,
- Bertoli Giuseppe, Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore – EGEA –2000
- Brealy Myers Sandri , Principi di Finanza Aziendale Mc Graw Hill Co. 2001
- Calvelli, Scelte di impresa e mercati internazionali. Strategie, organizzazione, finanza, Giappichelli.
- Cantoni G., Il leveraged buy-out come forma tecnica di acquisizione.
- Capizzi V., Le attività e i servizi originati dalle ristrutturazioni e dai riassetti societari, Corporate & Investment banking, EGEA, 2003.
- Cattaneo M., Manuale di finanza aziendale, Il Mulino, 1999.
- Cavalieri, Ferraris Franceschi, Economia Aziendale, vol. I, Attività aziendale e processi produttivi, Giappichelli\_ Corigliano, L'intermediazione finanziaria, Bonomia University Press.
- Danovi Alessandro, Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano- Giuffrè – 2003
- Dessy, A., Il capitale di debito e lo sviluppo dell'impresa, EGEA, 2008.
- Dioguardi G., Crisi nella gestione dell'impresa, Dedalo editore, 2004
- Fabrizi, P.L., Forestieri, G., Strumenti e servizi finanziari, EGEA, 2000.
- Ferrari P., Gli intermediari finanziari e le operazioni di leveraged buy-out, Corporate & Investment banking, EGEA, 2008.
- Ferrario M., Management buy-out. Strumenti finanziari per un'imprenditorialità diffusa;
- Fiordiliso Fabrizio, Manuale del merchant banking. Come avviare e gestire operazioni di successo, Bancaria Editrice – 2003
- Forestieri G., Corporate & Investment banking, EGEA, 2007.

Forestieri, G., Corbetta, G., *Le banche italiane dal credito al merchant banking*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1997.

Galbiati P., *La struttura finanziaria delle imprese – modelli teorici e scelte operative –* EGEA, 1999.

GIORDANO M., *Private equity e sviluppo imprenditoriale*, Biblioteca di private equity, 2006.

GOLDSTON M., *“The turnaround prescription. Repositioning troubled companies”*, Free Press, Boston, 1992.

GUATRI L., *“Crisi e risanamento delle imprese”*, Giuffrè, Milano 1986.

GUATRI L. *“ Turnaround, Declino, crisi e ritorno al volere”* EGEA, Milano, 1995.

IZZO F. – *Le strategie di turnaround nella letteratura di management. Finanza marketing e produzione*, anno 2006, volume 14, fascicolo 3.

MARIANI G., *Politiche di capitale circolante e gestione economico-finanziaria d'impresa*, F. Angeli, Milano 2007.

MASCIOCCHI M., *Il turnaround management : come recuperare e rilanciare le aziende : tecniche, comportamenti, casi*, Il Sole 24 Ore, Milano 2007.

ONESTI T., *“La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico”* in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, mag.-giu. 1998.

ORLANDO L., *“Un’opportunità per i fondi di turnaround”*, Il Sole 24 Ore, 30 dicembre 2007.

PELLICELLI G., *“Le strategie di turnaround”* in *Management*, vol. 3, Egea, Milano, 2005.

PEVERARO S., *“Azienda in crisi? È un business”*, *Private Equity*, Milano Finanza, 16 dicembre 2005.

AIFI, *“Guida Pratica al Capitale di rischio: Avviare e sviluppare un'impresa con il private equity e venture capital”*.

AIFI, *Il private equity come motore di sviluppo*, quaderni sull'investimento del capitale di rischio n°1.

AIFI, *Merchant banking, venture capital, fondi chiusi: un quadro internazionale*. Sesto rapporto biennale 1997- 1998, Capitali per lo sviluppo

AIFI, *Quaderni sull'investimento nel Capitale di Rischio, Il private equity come motore di sviluppo*, n. 1, Egea, Milano 2004.

## *Sitografia*

<http://www.aiaf.it>

<http://www.risanamentospa.it/web/start.asp>

<http://www.borsaitaliana.it>

<http://www.finanzaediritto.it>

<http://www.rics.org/>

<http://www.arel-italia.it/>

<http://www.pirellire.com>

<http://www.aedes-immobiliare.com>

<http://www.gabetti.it/>

[http://www.gruppoigd.it/index\\_ita.asp](http://www.gruppoigd.it/index_ita.asp)

<http://mkt.it/bilancio/analisi-di-bilancio.htm?pid=gb-06-3>

<http://www.aifi.it/>

[www.ml.com](http://www.ml.com)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.mi.camcom.it](http://www.mi.camcom.it) - *accesso a documenti riservati*

[www.tribunale-milano.net](http://www.tribunale-milano.net) - *accesso a documenti riservati*

<http://www.dtz.com/portal/site/it-it> - *accesso a documenti riservati*

<http://www.reag-aa.eu/> - *accesso a documenti riservati*

[www.bain.it](http://www.bain.it) - *accesso a documenti riservati*

<http://www.italiarealestate.it>

[economia.uniparthenope.it/isa/.../Ristrutturazione%20finanziaria](http://economia.uniparthenope.it/isa/.../Ristrutturazione%20finanziaria).

ALLEGATO 1 SP - CE CONSOLIDATO - Posizione Finanziaria Netta 2006-2009

<b>STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO</b>				
<b>ATTIVO</b>	<b>30.6.2009</b>	<b>31.12.2008</b>	<b>31.12.2007</b>	<b>31.12.2006</b>
<b>Attività non Correnti</b>				
<b>I - IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>				
▪ Avviamento e altre attività immateriali a vita indefinita				
▪ Attività immateriali a vita definita	533	588	690	635
<b>TOTALE (I)</b>	553	588	690	635
<b>II - IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI</b>				
- Investimenti immobiliari	1.265.009	1.286.390	1.392.416	1.039.480
- Immobili di proprietà	64.700	65.452	-	-
- Altri beni	13.410	14.063	13.991	7.593
<b>TOTALE (II)</b>	1.343.119	1.365.905	1.406.407	1.047.073
<b>III - Altre attività non correnti</b>				
▪ Titoli e partecipazioni valutate secondo il metodo del patrimonio netto	25.765	41.770	4.872	49.291
▪ Titoli e partecipazioni disponibili per la vendita (available for sale)	69	5.872	15.661	32.759
▪ Crediti finanziari e altre attività finanziarie non correnti	16.975	16.293	50.796	42.815
di cui con parti correlate	15.978	15.583	19.111	29.131
▪ Crediti vari e altre attività non correnti	36.350	36.052	448	603
	79.159	99.987	108.777	125.468
▪ Attività per imposte anticipate	60.120	90.170	40.000	42.352
<b>TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI (A)</b>	1.482.951	1.556.650	1.555.874	1.215.528
<b>Attività correnti</b>				
▪ Portafoglio Immobiliare	1.605.352	1.620.277	1.638.431	1.302.620
- Lavori in corso su ordinazione				
▪ Crediti commerciali, vari e altre attività correnti	109.476	114.632	137.646	76.640
di cui con parte correlate	2.470	2.465	2.617	2.637
- Titoli e partecipazioni	16	16	641	686
▪ Crediti finanziari e altre attività finanziarie correnti		1188	1.124	81
- Cassa e altre disponibilità liquide equivalenti	89.413	101.527	80.021	48.105
<b>TOTALE ATTIVITA' CORRENTI (B)</b>	1.804.257	1.837.640	1.857.863	1.428.132
▪ Attività destinate alla vendita				
▪ Di natura finanziaria				
▪ Di natura non finanziaria				
<b>TOTALE ATTIVITA' DESTINATE ALLA VENDITA (C)</b>	-	-	14.269	-
<b>TOTALE ATTIVITA' (A + B + C)</b>	3.287.208	3.394.290	3.428.006	2.643.660

▪ Patrimonio netto.				
quota di pertinenza della Capogruppo	(59.863)	114.741	408.062	469.607
quota di pertinenza dei Terzi				
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	(59.863)	114.741	408.062	469.607
▪ Passività non correnti				
▪ Passività finanziarie non correnti	1.127.053	2.147.875	2.330.431	1.448.356
▪ Benefici a dipendenti	897	884	1.037	876
▪ Passività per imposte differite	90.972	93.090	100.217	121.262
▪ Fondi per rischi e oneri futuri	35.467	46.195	33.157	32.378
▪ Debiti vari e altre passività non correnti	10.217	9.925	9.911	7.854
<b>TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI (E)</b>	1.264.606	2.297.969	2.474.753	1.610.726
▪ Passività correnti				
▪ Passività finanziarie correnti	1.836.188	740.424	304.681	342.993
▪ Debiti tributari	5.442	3.675	7.451	5.650
▪ Debiti commerciali, vari e altre passività correnti	240.835	237.481	233.059	214.684
di cui con parti correlate	4.843	4.407	3.300	4.069
<b>TOTALE PASSIVITA' CORRENTI (F)</b>	2.082.465	981.580	545.191	563.327
▪ Passività correlate ad attività destinate alla vendita. di natura finanziaria di natura non finanziaria				
<b>TOTALE PASSIVITA' CORRELATE AD ATTIVITA DESTINATE ALLA VENDITA (G)</b>	-	-	-	-
<b>TOTALE PASSIVITA' (H - E + F + G)</b>	3.347.071	3.279.549	3.019.944	2.174.053
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA' (D + H)</b>	3.287.208	3.394.290	3.428.006	2.643.660

### Posizione Finanziaria Netta

Valori in €/000	31.12.09	31.12.2008	31.12.2007	31.12.2006
Passività Finanziarie correnti	(1.857.070)	(638.882)	(224.019)	(294.129)
Passività Finanziarie non correnti	(1.125.515)	(2.147.875)	(2.330.431)	(1.448.356)
Disponibilità e Cassa	106.730	101.543	80.662	46.864
Crediti finanziari, titoli e altre attività equivalenti	17.037	0	0	0
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>(2.858.818)</b>	<b>(2.786.757)</b>	<b>(2.554.450)</b>	<b>1.742.485</b>

CE Consolidato

(migliaia di euro)	30.06.09	31.12.08	31.12.07	31.12.06
Ricavi	55.594	120.950	169.308	215.371
Variazione delle rimanenze	(14.532)	(12.507)	246.52	61.722
<i>di cui non ricorrenti</i>	(29.434)	(46.337)		
Altri proventi	8.333	46.337	54.138	54.615
<i>di cui con parti correlate</i>		31	40	1.386
Valore della produzione	49.395	154.780	469.968	331.708
Acquisti di immobili			(206.132)	(89.798)
<i>di cui con parti correlate</i>			(15.232)	
Costi per servizi	(33.229)	(94.056)	(146.155)	(107.798)
<i>di cui con parti correlate</i>		(160)	(167)	(153)
Costi del personale	(4.053)	(11.214)	(8.102)	(7.253)
Altri costi operativi	(20.814)	(38.762)	(34.792)	(44.242)
<i>di cui con parti correlate</i>	(287)	(1.124)	(1.450)	(21.749)
<i>di cui non ricorrenti</i>				(1.878)
<b><i>RISULTATO OPERATIVO ANTE AMMORTAMENTI, PLUS/MINUSVALENZE E RIPRISTINI/SVALUTAZIONI DI ATTIVITA' NON CORRENTI (EBITDA)</i></b>	<b>(8.701)</b>	<b>10.748</b>	<b>64.295</b>	<b>83.391</b>
Ammortamenti	(14.395)	(24.592)	(24.740)	(13.634)
Plusvalenze/Minusvalenze/Svalutazioni/Ripristini di valore di attività non ricorrenti	(27.958)	(61.500)	539	8.674
<b><i>RISULTATO OPERATIVO (EBIT)</i></b>	<b>(51.054)</b>	<b>(75.344)</b>	<b>50.586</b>	<b>78.391</b>
Quota dei risultati delle partecipazioni in imprese collegate valutate secondo il metodo del patrimonio netto	(11.070)	(3.102)	(11.239)	(1.338)
Proventi finanziari	4.013	17.112	11.221	9.096
<i>di cui con parti correlate</i>	287	1.065	1.764	1.116
Oneri finanziari	(87.151)	(194.282)	(151.339)	(89.575)
<i>di cui con parti correlate</i>	(77)	(148)	(295)	(99)
<b><i>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE DERIVANTE DALLE ATTIVITA' IN FUNZIONAMENTO</i></b>	<b>(145.262)</b>	<b>(256.616)</b>	<b>(100.771)</b>	<b>(3.426)</b>
Imposte sul reddito del periodo	(25.903)	42.879	9.108	(5.276)
<b><i>UTILE DEL PERIODO</i></b>	<b>(171.165)</b>	<b>(213.737)</b>	<b>(91.663)</b>	<b>(8.702)</b>

