

*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Operazioni di Finanza Straordinaria*

**IL RUOLO DEL MANAGEMENT NELLE  
RISTRUTTURAZIONI DI AZIENDE IN CRISI: OBIETTIVI,  
RUOLO E CONFLITTI DI INTERESSE**

**RELATORE:**

*Prof. Alessandro Pansa*

**CANDIDATO:**

*Federico Consorte*

**CORRELATORE:**

*Prof. Marco Vulpiani*

**MATRICOLA:**

*678171*

**ANNO ACCADEMICO: 2016/2017**

# **IL RUOLO DEL MANAGEMENT NELLE RISTRUTTURAZIONI DI AZIENDE IN CRISI: OBIETTIVI, RUOLO E CONFLITTI DI INTERESSE.**

## **INDICE.**

INTRODUZIONE.....	4
I. PRIME TAPPE NELLA RISTRUTTURAZIONE D'AZIENDA.....	6
1. Cambio del sistema di direzione e riorganizzazione dell'attivo e del passivo.....	8
1.1. Cambio del management.....	11
1.2. Riorganizzazione dell'attivo.....	12
1.3. Rinegoziazione del debito.....	17
2. Cambio del clima organizzativo interno e del clima d'opinione esterno.....	19
Conclusioni.....	21
II. RUOLO DEL MANAGEMENT.....	23
1. Presupposto soggettivo del ruolo del management.....	26
2. Responsabilità del management nell'implementazione del processo di ristrutturazione.....	29
2.1. Individuazione delle cause della crisi.....	30
2.2. Individuazione delle aree interessate dalla crisi.....	31
2.3. Esame delle variabili rappresentative della situazione finanziaria.....	33
2.4. Pianificazione dei processi di cambiamento.....	34
2.5. Verifica della coerenza dei processi con la situazione aziendale.....	37
2.6. Definizione delle strategie.....	38
Conclusioni.....	39
III. OBIETTIVI DEL MANAGEMENT.....	41
1. Produzione di risultati positivi a breve termine.....	44
2. Individuazione di potenzialità di miglioramento reddituale.....	47
3. Scelta di una strategia di risanamento.....	50
3.1. Strategie produttive.....	52
3.2. Strategie gestionali.....	55
3.3. Strategie finanziarie.....	58
4. Riorientamento strategico dell'impresa.....	60

4.1.	Riposizionamento organizzativo. ....	61
4.2.	Cambiamenti nell'organizzazione delle risorse umane. ....	63
4.3.	Cambiamenti nell'organizzazione tecnica e produttiva. ....	65
	Conclusioni.....	66
IV.	OBIETTIVI DELL'AZIONISTA E INTERESSE DELL'IMPRESA: UN POSSIBILE CONFLITTO D'INTERESSI CON GLI OBIETTIVI DEL MANAGEMENT.....	68
1.	Obiettivi dell'azionista. ....	71
2.	Interesse dell'impresa. ....	73
2.1.	Continuità dell'attività aziendale. ....	75
2.2.	Miglioramento della situazione debitoria. ....	78
2.3.	Crescita sostenibile nel lungo periodo.....	80
3.	Possibile conflitto d'interessi con gli obiettivi del management. ....	82
3.1.	Il valore per il management: orientamento al profitto e orientamento alla crescita dell'impresa. ....	83
3.2.	Obiettivi dell'azionista privilegiati rispetto agli obiettivi dell'impresa. ....	85
3.3.	Obiettivi dell'impresa privilegiati rispetto agli obiettivi dell'azionista. ....	86
	Conclusioni.....	89
V.	SISTEMI DI REMUNERAZIONE DEL MANAGEMENT: QUALI STRUMENTI UTILIZZARE PER ALLINEARE GLI INTERESSI. ....	91
1.	Management by Objective.....	92
1.1.	Caratteristiche e obiettivi.....	92
1.2.	Valori target.....	94
1.3.	Fasi del processo.....	96
2.	Long Term Incentive Plan. ....	97
2.1.	Caratteristiche.....	97
2.2.	Variabili di progettazione e finalità. ....	99
3.	Stock Option Plan.....	100
3.1.	Caratteristiche.....	101
3.2.	Vesting Period. ....	102
3.3.	Determinare l'ammontare del piano: fixed value plan, fixed number plan e megagrant plan... ..	103

Conclusioni.....	104
CONCLUSIONE.....	107
BIBLIOGRAFIA.....	110
RIASSUNTO.....	114

## **INTRODUZIONE.**

Il presente lavoro ha come oggetto l'esame del ruolo del management nelle ristrutturazioni di aziende in crisi, definito sulla base della situazione aziendale che dovrà gestire e degli obiettivi da portare a termine.

Le motivazioni della scelta di questo argomento sono legate al particolare interesse personale verso il tema della ristrutturazione aziendale e delle risorse umane intese come componente fondamentale dell'impresa e come fonte di valore aggiunto. Tali argomenti hanno caratterizzato una parte importante del percorso accademico e da qui è derivata la decisione di renderli il punto cardine dell'elaborato finale.

Il management rappresenta una figura chiave per la gestione d'impresa, che sia questa ordinaria come straordinaria: i soggetti apicali, infatti, sono identificati come il cuore pulsante della vita aziendale. Dalle loro decisioni dipenderà la creazione di valore sostenibile nel lungo termine per tutto il contesto aziendale.

L'obiettivo dell'elaborato consiste nell'esaminare il ruolo degli executive in un contesto difficile e incerto nel quale si manifesta la necessità di cambiamento rispetto al passato. I manager, come persone, non sono esenti da eventuali comportamenti opportunisti attraverso i quali potrebbero agire per interesse proprio e non per il bene collettivo di tutti gli stakeholder, pregiudicando così la qualità del processo di risanamento aziendale. *L'Agency Theory* rappresenta uno degli argomenti principali all'interno della letteratura economica, partendo dal diritto privato fino ad entrare nell'ambito delle operazioni di finanza straordinaria.

Il primo capitolo fornisce una definizione della ristrutturazione aziendale esaminando le fasi principali attraverso le quali è possibile avviare tale procedura. Queste consistono in: cambiamento del management, rinegoziazione del debito e rivalutazione dell'attivo. Rappresentano inoltre il punto in cui può cominciare a manifestarsi un miglioramento del clima organizzativo interno e del clima di opinione esterno, favorendo una percezione generale di positività e ottimismo verso il futuro.

Nel capitolo successivo viene esaminata l'importanza del ruolo del top management attraverso una descrizione che definisce l'importanza della personalità, dell'influenza del contesto interno ed esterno e delle responsabilità derivanti dall'incarico conferitogli.

Il terzo capitolo si focalizza sulla descrizione degli obiettivi da assegnare agli executive. Questi sono definiti a seconda della tipologia di crisi che ha colpito una specifica impresa e rappresentano degli step da seguire affinché il processo di ristrutturazione si concluda nel migliore dei modi.

Il quarto capitolo ha come tema centrale il conflitto di interessi. Fondamentale è il richiamo *all'Agency Theory*. Si esamina, inoltre, il rischio legato ad una gestione della ristrutturazione in maniera non ottimale da parte del management, il quale potrebbe cercare di ottenere un proprio vantaggio personale senza occuparsi dell'interesse generale degli stakeholder. Le cause di tale comportamento possono essere individuate nella personalità manageriale e, allo stesso tempo, nella necessità di tutelare in via prioritaria gli interessi di coloro che ne hanno proposto la nomina anche se potrebbero essere pregiudicate la qualità e la sostenibilità della ristrutturazione nel lungo periodo.

L'argomento del capitolo finale consiste nella descrizione degli strumenti di incentivazione di lungo termine e della loro progettazione in un contesto di ristrutturazione di impresa in crisi. L'utilizzo di tali strumenti ha l'obiettivo di ridurre la probabilità di manifestazione di eventuali conflitti di interessi e orientare il management verso determinati comportamenti dai quali dipenderà in seguito l'erogazione dell'incentivo. I piani di Stock Option (SOP), di Long Term Incentive (LTIP) e di Management by Objective (MBO) sono descritti tenendo in considerazione la loro adeguatezza ai fini della realizzazione del piano di risanamento.

## **I. PRIME TAPPE NELLA RISTRUTTURAZIONE D'AZIENDA.**

La ristrutturazione d'azienda è un termine che individua le possibili modalità mediante le quali un'azienda può tornare a riconquistare il proprio vantaggio competitivo successivamente ad una crisi.

Jensen and Meckling (1976) individuano l'impresa "come un insieme di relazioni contrattuali tra più individui, fondamentali per condurre in avanti il business". Le parti del contratto includono: azionisti, creditori, manager, lavoratori, fornitori e clienti o, in altre parole, chiunque sia coinvolto nel processo di generazione di ricavi e di flussi di cassa.

Gilson definisce la ristrutturazione come un "processo mediante il quale l'impresa modifica le condizioni di questi contratti per superare le imperfezioni del mercato, la rigidità e le inefficienze presenti nei vari contratti" con l'obiettivo di ottenere un'impresa solida, forte e competitiva.

Crum e Goldberg (1968) definiscono la ristrutturazione come "*a set of discrete decisive measures taken in order to increase the competitiveness of the enterprise and thereby to enhance its value*", collegandola non ad una singola decisione ma ad un complesso di decisioni diverse tra loro a seconda del management e del contesto in cui si sviluppano. Ogni scelta è legata ad un vantaggio particolare che da questa si può trarre. La ristrutturazione ha un obiettivo specifico: migliorare la competitività valorizzando il potenziale inespresso.

Venkiteswaran (1997) definisce la ristrutturazione "un riorientamento (o riallineamento) significativo della struttura dell'attivo (asset) e delle fonti di finanziamento (*liability*) di un'impresa attraverso un'azione consapevole del management che incide in maniera significativa sui flussi di cassa futuri". I piccoli cambiamenti non fanno parte dell'attività di ristrutturazione e le decisioni influiscono sia sull'attivo che sul passivo dello stato patrimoniale<sup>1</sup>.

La decisione di intraprendere il processo di ristrutturazione può legarsi a diverse ragioni, per esempio:

- Risposta ad una crisi finanziaria (Berger and Ofek 1999, Atiaseet al. 2004, Faccio and Sengupta 2006).
- Scarsa performance, ricerca di opportunità strategiche, correzione di errori di valutazione (Reneboog and Szilagyi, 2006).
- Miglioramento dell'efficienza aziendale complessiva (Herz e Abahoonie, 1992).

---

<sup>1</sup> Cfr. L. Hyderabad, R., Corporate Restructuring: causes, measurement methods and effects, Parikalpbana-KIIT of Journal Management, vol.10, Issue 1, 2014, pp. 108-126.

- Elevati costi di finanziamento sul mercato dei capitali in relazione alla scarsa performance dell'impresa (Lang et al, 1995).
- Risposta a fattori ambientali e macroeconomici, come ad esempio la deregolamentazione dei mercati e la competizione globale (Peel, 1995).
- Pressione del mercato verso cambiamenti organizzativi, non solo per le imprese con scarsa performance ma anche per le imprese “in salute” (Brickley e Drunen, 1990).
- Shock economici dell'ambiente esterno che mettono in evidenza carenze aziendali dal punto di vista organizzativo e ricerca di trasparenza verso gli stakeholder (Cockshoot and Zacariah, 2010).
- Innovazione, la quale può influire su un processo di ristrutturazione aziendale. Cefis e Marsili (2012), esaminando l'impatto delle innovazioni di prodotto e di processo sulle attività di M&A e di ristrutturazione aziendale in un campione di imprese manifatturiere tedesche, dimostrano che le imprese innovatrici tendenzialmente non sono costrette a cessare la loro attività almeno per diversi anni successivi al processo innovativo e indipendentemente dal tipo di innovazione. Inoltre, le imprese che innovano sono meno propense a compiere una ristrutturazione radicale.
- Scarsa valutazione da parte del mercato.
- Massimizzazione del valore in seguito al processo di fusione per incorporazione da parte dell'impresa acquirente, soprattutto in casi di imprese con alto potenziale ma con bassa valutazione di mercato<sup>2</sup>.

Il processo di ristrutturazione è un processo complesso, di cui ne sono parte vari attori. In base alla struttura organizzativa, questi sono portatori di interessi legittimi diversi i quali possono essere in conflitto tra di loro. Possiamo identificare stakeholder come azionisti, enti finanziatori, dipendenti, clienti, fornitori, enti pubblici, società etc.

Inoltre, in una ristrutturazione aziendale, il fattore temporale ha un ruolo importante. Idealmente, i manager dovrebbero anticipare una crisi e agire preventivamente, studiando le possibili previsioni riguardo il valore aggiunto di una ristrutturazione preventiva rispetto ad una ristrutturazione attuata successivamente a una crisi finanziaria.

Una ristrutturazione preventiva d'azienda è comunque di difficile attuazione per due ragioni:

---

<sup>2</sup> Cfr. L. Hyderabad, cit. pag. 6.

1. In assenza di crisi è difficile convincere gli stakeholder della convenienza del processo di ristrutturazione.
2. I manager sono poco propensi ad ammettere determinati errori e porre in atto un processo di ristrutturazione<sup>3</sup>.

Nel caso di ristrutturazione di aziende in crisi, il *timing* è importante soprattutto per evitare situazioni di fallimento e di takeover ostile.

La minaccia di scalata ostile incentiva il management verso la ristrutturazione ed è influenzata da:

- Abilità del management nel resistere alla scalata.
- Differenza tra il valore potenziale e il valore attuale dell'impresa legata ai costi d'agenzia.
- Altre ragioni come quota di mercato, economie di scala, di scopo e di gamma, opportunità di investimento, flusso di cassa dell'attività operativa, diversificazione dell'impresa, leva finanziaria e potere del Consiglio di Amministrazione<sup>4</sup>.

Le fasi più importanti del processo di ristrutturazione aziendale sono:

- Cambiamenti nel sistema di direzione.
- Riorganizzazione dell'attivo e del passivo.
- Cambiamenti del clima organizzativo interno e del clima di opinione esterno.

### **1. Cambio del sistema di direzione e riorganizzazione dell'attivo e del passivo.**

L'individuazione delle cause di una crisi aziendale può basarsi su due diverse tipologie di approcci<sup>5</sup>:

- a) *Approccio oggettivo*: in questo caso, è possibile distinguere cinque tipi di crisi in funzione delle cause da cui sono provocate:

---

<sup>3</sup> Cfr. Lin, B., Lee, Z., Peterson, R., An Analytical Approach for Making Management Decisions concerning Corporate Restructuring, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 27, No.8, December 2006, pp. 655-666.

<sup>4</sup> Cfr. A. Gibbs, P., Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow, *Strategic Management Journal*, Vol.14, Special Issue: Corporate Restructuring, Summer 1993, pp. 51-68.

<sup>5</sup> Sirleo, G., *Le crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione. Profili economico-aziendali*, Aracne Editrice S.r.l., Roma, 2009, pagg. 15-35.

- *Crisi da inefficienza*: dovuta a rendimenti inferiori rispetto ai competitor in uno o più settori dell'attività aziendale.
- *Crisi da sovra-capacità/rigidità*: causata da un eccesso di offerta rispetto alla domanda e legata a circostanze quali sovra-capacità produttiva rispetto alle possibilità di collocamento sul mercato a livello di settore, riduzione della domanda connessa alla perdita di quote di mercato e ricavi inferiori alle attese a fronte di investimenti fissi precostituiti per maggiori dimensioni.
- *Crisi da decadimento dei prodotti*: originata dalla riduzione dei margini positivi, derivanti dalla differenza tra ricavi e costi, al di sotto del limite necessario per la copertura dei costi fissi, o non imputati al prodotto, la quale non garantisce un'utile in misura sufficiente. Gli strumenti operativi che consentono di misurare tale fenomeno sono il margine lordo di contribuzione e il margine semi-lordo di contribuzione<sup>6</sup>. La contrazione di tali margini può derivare da differenti fattori tra loro correlati, come il raggiungimento della fase di maturità di un prodotto e l'entrata sul mercato di concorrenti più competitivi.
- *Crisi da carenza di programmazione/innovazione*: legata all'incapacità di programmare, ossia adattare le condizioni di svolgimento della gestione ai mutamenti ambientali. Un altro fattore di crisi rilevante è la carenza di innovazione: senza frequenti innovazioni che si traducono nell'individuazione di nuovi prodotti, nuovi mercati, nuovi processi produttivi e nuove strategie di marketing, è difficile che l'impresa si mantenga produttiva di risultati positivi nel lungo periodo. In generale, consiste nella capacità di studiare nuove opportunità e ricercare nuove combinazioni produttive/distributive. In alcuni rami d'industria l'innovazione è condizione imprescindibile per la sopravvivenza di un'azienda.
- *Crisi da squilibrio finanziario*: le cause di questa tipologia di crisi sono imputate agli squilibri finanziari e agli oneri insostenibili che ne derivano. Lo squilibrio finanziario fa riferimento a situazioni derivanti dalle seguenti condizioni:
  - Grave carenza di mezzi propri, a titolo di capitale, corrispondente ad una netta prevalenza di mezzi a titolo di debito.

---

<sup>6</sup> Il margine lordo di contribuzione di un prodotto è il risultato mediante il quale un prodotto contribuisce alla copertura dei costi fissi e all'ottenimento di un profitto aziendale. Il margine semi-lordo di contribuzione è il reddito di specifica competenza di un prodotto, conseguito impiegando risorse finalizzate a quello specifico scopo.

- Prevalenza di debiti a breve termine rispetto alle altre categorie di indebitamento.
  - Squilibri tra investimenti duraturi e mezzi finanziari stabilmente disponibili.
  - Insufficienza di riserve di liquidità.
  - Scarsa capacità dell'azienda nel contrattare le condizioni di accesso al credito.
  - Difficoltà di rispetto delle scadenze dei pagamenti per le varie tipologie di debiti<sup>7</sup>.
- b) *Approccio soggettivo*: approccio mediante il quale il capitale umano dell'impresa è visto come fonte unica del successo o dell'insuccesso aziendale. Il focus, pertanto, è solo su elementi soggettivi. In primo luogo, al verificarsi di uno stato di crisi, si prevede l'attribuzione della responsabilità al management in quanto il cattivo andamento dell'azienda deriva dalle sue scarse capacità. Secondo questa analisi di tipo soggettivo, i soggetti protagonisti della vita aziendale sono il punto di origine della crisi. Possono essere considerate cause prevalenti del verificarsi di una crisi, ad esempio, le loro inefficienze e i loro comportamenti errati<sup>8</sup>.

Le fasi più importanti di una ristrutturazione d'azienda possono identificarsi sia nell'approccio oggettivo che nell'approccio soggettivo, in quanto:

- a) I *cambiamenti nel sistema di direzione* sono attuati in relazione a colpe a questo imputabili dato lo stato di crisi in cui si trova l'azienda.
- b) La *riorganizzazione dell'attivo e del passivo* avviene successivamente ad uno studio delle cause della crisi derivanti da squilibrio finanziario.
- c) I *cambiamenti nel clima organizzativo interno e nel clima di opinione esterno* derivano da soluzioni che sono state adottate esaminando le cause della crisi sia tramite un approccio soggettivo che tramite un approccio oggettivo (es. cambiamento del management, da cui potrebbe derivare un nuovo clima di fiducia dovuto ad una discontinuità nella gestione aziendale; riorganizzazione dell'attivo e del passivo, la quale potrebbe migliorare gli indicatori economici e generare positività negli investitori etc.).

---

<sup>7</sup> <http://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid540706.pdf>, Documenti.

<sup>8</sup> Sirleo, cit. pag. 8.

Pertanto, nel processo di ristrutturazione aziendale, la distinzione per approcci assume un ruolo importante nell'individuazione delle cause della crisi. Inoltre, è propedeutica per l'attuazione di possibili soluzioni e per l'entrata nelle fasi più importanti del processo.

**Tabella 1, Fasi principali ed approcci nella ristrutturazione d'azienda<sup>9</sup>**

<b>FASI</b>	<b>APPROCCIO OGGETTIVO</b>	<b>APPROCCIO SOGGETTIVO</b>
Cambiamenti nel sistema di direzione		X
Riorganizzazione dell'attivo e del passivo	X	
Cambiamenti nel clima organizzativo interno e nel clima di opinione esterno.	X	X

Fonte: Sirleo, G., *Le crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione. Profili economico-aziendali*, Aracne Editrice S.r.l., Roma, 2009, pagg.15-35.

### **1.1. Cambio del management.**

Ristrutturazione significa un cambiamento nella struttura aziendale (o, in altre parole, trasformazione degli elementi che la compongono) considerando anche l'influenza di fattori derivanti dall'ambiente esterno ed interno. Include, pertanto, un miglioramento nel sistema di gestione aziendale, delle policy finanziarie ed economiche, delle attività operative, delle attività di vendita e di marketing, di gestione delle risorse umane etc. dovuto, ad esempio, ad un alto ammontare del debito, a bassi indicatori finanziari e a svalutazione di asset. Per agire su queste variabili è opportuno attuare un mutamento adeguato nella direzione da cui ne consegue una trasformazione strutturale.

In un processo di ristrutturazione d'azienda uno dei passi più importanti è rappresentato dal rinnovamento del management con l'obiettivo di:

- definire un piano di ristrutturazione, che dovrà essere approvato dai creditori dell'azienda in crisi (istituti bancari, fornitori etc.);
- dato un piano di ristrutturazione, ponderare le decisioni finanziarie e gestionali atte a superare la crisi, considerando:

---

<sup>9</sup> Tabella elaborata dall'autore.

- *i fattori interni e i fattori esterni all'azienda;*
  - *un contesto operativo di incertezza e rischio;*
  - *gli indicatori finanziari e l'efficienza operativa di un'impresa.*
- riorganizzare l'azienda per renderla più efficiente ed aumentarne la profittabilità;
  - migliorare l'attrattiva dell'impresa agli occhi degli investitori, creando nuove opportunità dal punto di vista dell'afflusso di capitali esterni e della crescita del valore azionario;
  - aumentare il valore attuale dei flussi di cassa scontati al WACC, migliorando la competitività aziendale.

Se un'impresa è in crisi il patrimonio netto è negativo ( $PN < 0$ ). Pertanto, il management dell'impresa non risulterà più credibile agli occhi degli stakeholder e sarà opportuno sostituirlo con un nuovo team che rappresenti la differenza con il passato.

In una ristrutturazione d'impresa vi saranno nuovi azionisti, i quali dovranno investire del capitale. Questi vorranno assicurarsi che siano stati eliminati tutti i problemi del passato, derivanti da cause a loro non imputabili e per i quali non vorranno pagare le conseguenze. Un nuovo management, diverso da quello che è stato responsabile della crisi aziendale, favorirebbe nuovi investimenti e darebbe una maggiore credibilità al processo di ristrutturazione.

### **1.2. Riorganizzazione dell'attivo.**

La riorganizzazione dell'attivo è una fase del processo di ristrutturazione aziendale che consiste nell'intervento su parti dell'attivo dello stato patrimoniale con l'obiettivo di ottenere una maggior efficienza.

Questa fase inizia con l'esame degli asset aziendali, successivamente alla quale possono essere adottate due decisioni:

- *cessione asset superflui;*
- *svalutazione.*

La *cessione degli asset superflui* è definita come la cessione di subsidiary, linee di business o altre categorie di attivo fisso mediante il trasferimento diretto della proprietà da un'azienda ad un'altra in cambio di denaro contante o azioni.

Le ragioni, principalmente, sono legate alla presenza di surplus asset improduttivi all'interno di un complesso aziendale cui cessione, in un periodo di crisi, permetterebbe di generare un flusso di cassa atto a migliorare la condizione debitoria.

Alcune trattazioni hanno messo in luce le ragioni della vendita di componenti dell'attivo delle imprese come parte di un complesso di azioni attuate nella procedura di ristrutturazione delle aziende in crisi. La visione convenzionale collega la cessione di un asset al fatto che l'acquirente possa farne un uso migliore rispetto alle operazioni attuali per cui è impiegato nell'impresa cedente, rendendolo produttivo di flussi di cassa maggiori e sfruttandone economie di scala, di scopo e di gamma inesprese. Il suo impiego è quindi coerente con le strategie dell'impresa acquirente e tale proposizione si basa sull'efficienza allocativa di mercato, focalizzandosi sull'attività manageriale come mezzo per massimizzare il valore di un asset.

John and Ofek (1995) sostengono che “la cessione di asset superflui sia attuata con l'obiettivo di aumentare il focus sui business principali dell'impresa. L'attività manageriale di un'impresa è più efficiente se effettuata su un portafoglio ristretto e con asset specifici rispetto ad un'attività che comprende componenti di business diversificate ed incorrelate tra loro”. Un altro obiettivo è l'eliminazione di economie di scala, di scopo e di gamma negative all'interno di un'impresa diversificata.

Una visione alternativa è proposta da Lang, Poulsen e Stulz (1995) i quali affermano che “le imprese cedono asset (superflui e non) in quanto possiedono scarse risorse per finanziare nuovi investimenti”. Le imprese che presentano un'elevata leva finanziaria e una scarsa performance operativa possono trovare più costoso il finanziamento con *equity* o con debito. Il risultato è la ricerca di una fonte di finanziamento alternativa<sup>10</sup>.

La cessione di un asset può essere inoltre effettuata per altre ragioni come la necessità di adempiere a obbligazioni debitorie; per una scarsa performance, quando il risultato operativo è basso rispetto al capitale investito e per la pressione da parte di stakeholder quali enti finanziatori, fornitori, potenziali acquirenti dell'impresa (takeover), lavoratori etc.

Le cause più frequenti della cessione di asset possono essere quindi riassunte in:

- necessità di riposizionamento/focalizzazione sul core business;
- scarsa redditività del capitale investito;
- necessità di nuovi investimenti;
- scarsa liquidità (anche per far fronte ad impegni di attività ordinaria d'impresa);
- adempimento di obbligazioni debitorie;

---

<sup>10</sup> Cfr. Hillier, D., McColgan, P., Werema, S., Asset sales and firm strategy: an analysis of divestitures by UK companies, The European Journal of Finance, Volume 15, Issue 1, 2009, pp. 71-87.

- elevata leva finanziaria;
- pressioni da parte di stakeholder<sup>11</sup>.

Normalmente, in seguito all'alienazione di un asset, il risultato operativo di un'impresa tende a migliorare. Questo è dovuto ad una riduzione della leva finanziaria e ad una maggior efficienza nella gestione di un numero di business inferiori. Inoltre, ne consegue un miglioramento della situazione debitoria (dovuto al flusso di cassa derivante dalla vendita di parti dell'attivo) da cui potrebbero ridursi i costi di un eventuale fallimento (cui minaccia, peraltro, incentiva il management ad aumentare l'efficienza organizzativa).

La *svalutazione* è una procedura che consiste nel modificare l'iscrizione a bilancio di un asset qualora sia rappresentato con un valore superiore rispetto a quanto possa essere scambiato a normali condizioni di mercato. Analogamente, se rappresentato ad un valore inferiore, è possibile procedere verso una rivalutazione.

Avviene perché tradizionalmente, nella prassi contabile, si tende ad iscrivere al costo storico un asset. Tale costo storico non è rappresentativo del valore attuale dei flussi di cassa riconducibile ad un determinato asset, oppure, come osservato in precedenza, è diverso dal valore presumibile di realizzo (*fair value*). Il concetto di *fair value*, storicamente, è stato poco applicato per la contabilizzazione dell'attivo fisso. Le prime applicazioni, ad esempio, riguardarono gli impianti e i macchinari in quanto solo questi erano considerati funzionali all'attività d'impresa e se ne dava maggior importanza alla contabilizzazione. I problemi emersero quando tali componenti diventavano obsoleti e restavano tali per un lungo periodo introducendo, di conseguenza, il concetto di svalutazione permanente di un asset, e, pertanto, una scrittura contabile diversa dalla precedente.

È prassi, nelle ristrutturazioni d'azienda, procedere verso una parziale svalutazioni delle componenti dell'attivo che hanno subito diminuzione del loro valore e continuano ad essere parte dei processi produttivi aziendali.

L'iscrizione a bilancio avviene a discrezione della compagnia e un asset può subire diminuzioni di valore per ragioni come obsolescenza, cambiamenti tecnologici, diminuzioni della vita utile etc. Frequentemente, tali diminuzioni sono accompagnate da una scarsa performance operativa.

Le scelte di attuare politiche di svalutazioni possono essere sia vantaggiose che svantaggiose per il management. Tra i vantaggi abbiamo una maggior chiarezza del bilancio e una riduzione del

---

<sup>11</sup> Cfr. Hillier, McColgan, Werema, cit. pag. 13.

patrimonio netto, da cui ne consegue un miglioramento degli indicatori di redditività presente e futura (ROA, ROI etc.) e un aumento dei guadagni per azione (EPS). Tra gli svantaggi possiamo evidenziare che un eccesso di svalutazione non è un buon segnale per quanto riguarda la risoluzione di problemi del passato. Può far diminuire la fiducia nella gestione d'impresa con una conseguente riduzione del prezzo delle azioni. La svalutazione dell'attivo, inoltre, non ha come obiettivo la modifica del valore economico reale ma è messa in atto per rilevare contabilmente il declino della produttività degli asset in un determinato periodo.

Inoltre, la svalutazione si lega a due condizioni:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri riconducibili ad un asset inferiore rispetto al valore di iscrizione a bilancio;
- valore attuale dei flussi di cassa futuri riconducibili ad un asset inferiore rispetto alle prospettive iniziali dell'investimento.

In entrambi i casi si è verificata una diminuzione del valore dell'asset per il criterio della generazione dei flussi di cassa futuri. Pertanto, il management dovrebbe procedere verso una svalutazione. Inoltre, a seconda della normativa fiscale, è opportuno valutare il beneficio dell'utilizzo dello scudo fiscale dell'ammortamento legato alle metodologie di contabilizzazione di un asset prima di procedere ad ulteriori cambiamenti valutativi.

Secondo la prospettiva del capital budgeting, la decisione di svalutazione di componenti dell'attivo è legata a:

- flussi di cassa in prospettiva futura;
- redditività dell'investimento;
- vantaggi/svantaggi delle tipologie di ammortamento adottabili<sup>12</sup>.

Nell'esempio rappresentato nelle tabelle sottostanti, partiamo dal presupposto che il rendimento degli asset dell'impresa (ROI) sia inferiore rispetto al rendimento degli asset dei comparabile di mercato.

Perché il rendimento degli asset è inferiore?

Le ragioni possono legarsi ad una valutazione sbagliata di tali elementi. Pertanto, è opportuno verificarne l'iscrizione a bilancio. L'iscrizione avviene ad un valore superiore al fair value. In seguito

---

<sup>12</sup> Cfr. Strong, S., Meyer, R., Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns, The Journal of Finance, Vol.42, No.3, Papers and Proceedings of the Forty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana, December 28-30, 1986, pp. 643-661.

alla svalutazione, il totale dell'attivo diminuisce da 300 a 160. Non potendo rivalutare i debiti, nel passivo dello stato patrimoniale si scarica la svalutazione sul patrimonio netto, con una differenza negativa di 140. A parità di condizioni, il ROI aumenta per via di una rivalutazione dell'attivo. Successivamente si confronta il rendimento dell'impresa con i comparabile.

Il Patrimonio Netto, in questa situazione, è negativo. Il concetto di  $PN < 0$  è diffuso nei sistemi anglosassoni in quanto, in questi paesi, è più importante la redditività d'impresa rispetto alla patrimonializzazione fino a che la generazione di flussi di cassa possa essere sufficiente per far fronte agli oneri della gestione ordinaria. In Europa Occidentale, invece, per continuare l'attività aziendale, è più importante la patrimonializzazione rispetto alla produzione dei flussi di cassa. Il  $PN < 0$  rappresenta un punto di avvio per la procedura di ristrutturazione.

**Tabella 2, Bilancio precedente  
alla svalutazione<sup>13</sup>**

ATTIVO	PASSIVO
Attivo fisso (100)	Debito Finanziario (180)
Attivo immobilizzato (80)	Passivo Circolante (30)
Attivo fisso immobilizzato (70)	Altri debiti (10)
Attivo circolante (50)	Patrimonio netto (80)
<b>TOTALE (300)</b>	<b>TOTALE (300)</b>

**Tabella 3, Bilancio successivo  
alla svalutazione**

ATTIVO	PASSIVO
Attivo fisso (60)	Debito Finanziario (180)
Attivo immobilizzato (50)	Passivo Circolante (30)
Attivo fisso immobilizzato (20)	Altri debiti (10)
Attivo circolante (30)	Patrimonio netto (-60)
<b>TOTALE (160)</b>	<b>TOTALE (160)</b>

---

<sup>13</sup> Tabelle 2 e 3 elaborate dall'autore.

### **1.3. Rinegoziazione del debito.**

La rinegoziazione del debito è una fase del processo di ristrutturazione aziendale che consiste in: esaminare le categorie di debitori dell'azienda in crisi e prendere atto di eventuali possibilità di modificare le condizioni debitorie in modo favorevole per l'impresa.

L'obiettivo della rinegoziazione del debito è facilitare il processo di ristrutturazione aziendale qualora vi sia disponibilità, da parte dei creditori, a rinegoziare le condizioni contrattuali in favore dell'azienda.

Date le funzioni di preferenza e il consenso dei creditori aziendali, un'impresa in crisi può dar seguito a tre operazioni con il fine di migliorare la propria posizione debitoria:

- *stralcio;*
- *consolidamento;*
- *compensazione estintiva.*

Lo stralcio consiste nella rinuncia parziale (o totale) al credito da parte del creditore aziendale. In tal caso debitore e creditore valutano la reciproca convenienza a non prolungare una situazione negativa per entrambi. L'accordo deve essere conveniente per il debitore, che non ha possibilità di pagare la somma dovuta che continua ad aumentare per effetto degli interessi e per il creditore, il quale rischia di dover affrontare lunghe e costose controversie giudiziali che non sempre gli garantiscono di entrare in possesso della somma dovuta.

Il consolidamento si lega invece all'allungamento della durata della vita residua del debito da parte del creditore ad un tasso d'interesse inferiore ai livelli di mercato. L'obiettivo del consolidamento consiste nel permettere un rientro del debito in considerazioni più agevoli per il debitore, riducendo il rischio di default.

Si definisce compensazione estintiva la decisione, da parte di un ente finanziatore, di trasformare una parte del credito in capitale di rischio dell'impresa. L'azienda è liberata (parzialmente o totalmente) dall'obbligazione debitoria.

Tramite la decisione di stralcio, consolidamento e compensazione estintiva sarà ridotto l'ammontare di debito aziendale e, di conseguenza, si incrementerà il patrimonio netto. La scelta di un creditore dipenderà dalla sua funzione di utilità.

L'azienda in crisi può avere varie tipologie di creditori: banche, fornitori, agenzia delle entrate etc. Ad ognuno è opportuno dare una relativa importanza: per esempio, i debiti tributari non possono

essere oggetto di rinegoziazione; i fornitori, i quali potrebbero entrare in fallimento in caso di monopsonio, qualora l'azienda sia l'unico cliente, oppure potrebbero subire una crisi di liquidità o situazioni simili (è possibile, come alternativa, l'allungamento dei giorni fornitori) etc.

I creditori protagonisti principali della ristrutturazione aziendale sono le banche. L'indebitamento bancario rappresenta la quota preponderante, se non esclusiva, dei debiti finanziari complessivi. Il ricorso al credito nelle forme tradizionali viene effettuato anche per sostenere progetti di investimento caratterizzati da tempi di ritorno economico particolarmente lunghi.

Ma una banca, per esempio, quale delle tre operazioni preferirà? Supponiamo abbia un credito pari a 100, sceglierà l'operazione più opportuna dato il valore attuale del credito residuo. Pertanto, cercherà di minimizzare la perdita e accetterà l'opzione a valore attuale maggiore tra stralcio, consolidamento e compensazione estintiva.

La variabile cruciale a cui si lega la decisione di una banca è la probabilità di riuscita del piano di risanamento, il quale dipende principalmente: dalle condizioni oggettive in cui versa l'impresa in difficoltà finanziaria, dalle prospettive del settore di operatività e dalla reputazione dell'advisor incaricato della predisposizione del piano di risanamento. L'adesione degli istituti di credito dipende dalla credibilità di quest'ultimo. In teoria, se il valore attuale in prospettiva going concern è superiore al valore attuale di liquidazione, le banche potrebbero aderire al piano non solo garantendo la sopravvivenza dell'impresa ma anche il miglioramento della sua produttività. È opportuno tenere conto delle categorie di debito e delle garanzie reali da cui sono assistiti. Il recupero di almeno una parte del credito da parte del sistema bancario è collegato alla possibilità di riportare in equilibrio economico le società potenzialmente sane. Ciò può avvenire tramite la riorganizzazione dei nuclei operativi con potenzialità positive, verso i quali concentrare gli sforzi di risanamento. Inoltre, le informazioni riguardanti l'azienda di cui le banche dispongono sono da considerarsi come fattore strategico che consente l'acquisizione di partecipazioni in imprese industriali come strumento di finanziamento complementare all'erogazione del credito tradizionale.

In caso di compensazione estintiva, ad esito positivo, la banca può "salvare il salvabile" rimborsando il suo credito tramite l'attribuzione di utili oppure tramite plusvalenza da cessione di azioni (se  $ROI > WACC$ ). Nella decisione si deve tener conto di eventuali vantaggi fiscali derivanti dall'operazione, dei limiti al possesso di capitale da parte delle banche e dei costi aggiuntivi di ristrutturazione.

Interessante è il richiamo ai comportamenti tipici dei sistemi economici caratterizzati da una maggiore integrazione banca-impresa nei quali le banche, in caso di difficoltà finanziaria delle imprese in cui

possiedono delle partecipazioni, intervengono in modo diretto attraverso specifici programmi di ristrutturazione del debito e di riorganizzazione produttiva dell'impresa. Il credito bancario è la forma di finanziamento prevalente e le banche sono motivate ad essere parte dei piani di ristrutturazione del debito fornendo la loro collaborazione.

La maggior parte degli investimenti partecipativi da parte degli istituti di credito sono connessi ad operazioni di ristrutturazione del debito in cui l'acquisto di una quota partecipativa si considera una delle modalità di intervento in un'impresa in difficoltà. La partecipazione consente di diminuire i costi di monitoraggio nella fase di risanamento, che secondo la prospettiva delle banche risulta essere la più delicata e rischiosa. Negli ultimi anni hanno avuto luogo piani di ristrutturazione del debito che rappresentano la realizzazione di un rapporto diverso con le imprese. Tali piani prevedevano alcune novità quali: obblighi di coordinamento tra i creditori, predisposizione di un piano dettagliato di riassetto dell'impresa in crisi e identificazione di una banca "capofila" responsabile del progetto. Ciò ha conferito ad alcune banche una responsabilità diretta nel risanamento delle situazioni di crisi che si è poi tradotta nella nomina di manager di fiducia e, in molti casi, nella riallocazione della proprietà dell'azienda (o del gruppo) in crisi.<sup>14</sup>

Per una valutazione complessiva del fenomeno sarà necessario attendere il completamento dei piani di risanamento e valutare i costi effettivamente sostenuti da parte del sistema bancario<sup>15</sup>.

## **2. Cambio del clima organizzativo interno e del clima d'opinione esterno.**

Le conseguenze nelle prime tappe nella ristrutturazione aziendale, esaminate all'interno di questo capitolo, si traducono nel cambiamento del clima organizzativo interno e nel clima d'opinione esterno riguardante l'ambiente in cui opera l'impresa. I cambiamenti sono legati direttamente alla discontinuità nella gestione aziendale e al miglioramento della situazione patrimoniale, ove sia stato possibile rinegoziare le condizioni debitorie o riorganizzare l'attivo.

L'organizzazione aziendale è designata per implementare strategie e l'impresa è considerata come una scatola con determinate linee organizzative. I manager, nell'esecuzione di una nuova strategia, agiscono in questa scatola vedendo qual è la giusta struttura per dividere e coordinare il lavoro. Dato

---

<sup>14</sup> Il fenomeno potrebbe rappresentare una specie di mercato del controllo societario all'italiana, in cui le banche svolgono un ruolo attivo che può trasformarsi in un vero e proprio takeover. Tale possibilità può essere un incentivo, per il management al mantenimento dell'efficienza dal punto di vista finanziario.

<sup>15</sup> Rossi, P., Ristrutturazione del debito e ruolo delle banche nel risanamento delle imprese in crisi, Il Mulino-Rivisteweb, Società Editrice Il Mulino, Bologna, agosto 1997, pagg. 283-306.

un sistema di gestione aziendale, le abilità e l'esperienza del capitale umano sono parte integrante di questo. L'organizzazione non può funzionare correttamente in assenza di: un regolare flusso informativo, politiche condivise, procedure corrette e conoscenza delle principali componenti del business. Il perseguimento di una strategia particolare si basa sul complesso trade-off tra struttura aziendale, sistema informativo, risorse umane e cultura aziendale.

Il clima è dato dalla differenza tra le aspettative delle risorse umane riguardo l'ambiente lavorativo e la realtà organizzativa. Tramite un'analisi del clima si possono individuare le cause della scarsa motivazione degli impiegati, come ad esempio: obiettivi organizzativi poco chiari, remunerazioni insoddisfacenti, scarse opportunità di avanzamento di carriera, scarsa percezione di equità interna etc. Da uno studio di queste cause, il management può agire per migliorare la motivazione dei collaboratori. Da una maggiore motivazione potrebbe derivarne un miglioramento delle performance aziendali.

La cultura organizzativa è un insieme di credenze e di aspettative condivise dai membri dell'organizzazione. Tali credenze e aspettative producono delle norme (scritte e non) che plasmano fortemente il potere degli individui e dei gruppi nell'organizzazione. È fondamentale per il successo (o per il fallimento) delle nuove strategie di business.

Così, mentre il clima misura l'incontro delle aspettative con la realtà, la cultura è ciò che definisce, in gran parte, la natura delle aspettative.

In un'industria o in un'impresa dove si stanno implementando i cambiamenti strategici più ampi, il loro successo dipende da una giusta combinazione con il clima e con la cultura organizzativa. Da questi driver si può analizzare l'evoluzione della performance data un'implementazione della nuova strategia.

L'importanza dell'approccio organizzativo è importante perché la lega la strategia ad un fattore critico per il successo come il comportamento organizzativo, il quale può essere un punto chiave per la competitività dell'impresa<sup>16</sup>.

In una ristrutturazione d'azienda il cambiamento del *clima organizzativo interno* gioca un ruolo fondamentale. I cambiamenti avvengono sia dal punto di vista manageriale che strategico, in quanto rappresentano dei punti fondamentali per la vita aziendale e se un'impresa è in crisi è opportuno agire

---

<sup>16</sup> Cfr. Schwartz, H., M. Davis, S., Matching Corporate Culture and Business Strategy, Organizational Dynamics, Vol.10, Issue 1, AMACOM, a division of American Management Association, summer 1981, pp. 30-48.

per modificare tali ambiti, mettendo in atto una rottura con il passato. Il nuovo management, nell'implementazione delle nuove strategie, deve considerare il clima e la cultura organizzativa interna. Queste dovranno conciliarsi con l'ambiente aziendale (il quale presenta i suoi punti di forza come di debolezza) e da tale legame ne deriva uno stretto collegamento con il successo o con il fallimento del piano di ristrutturazione.

Il *clima di opinione esterno* è influenzato dai due fattori osservati in precedenza, quali il cambio nella gestione e un miglioramento delle condizioni patrimoniali dovuto all'azione su componenti dell'attivo e del passivo. Da qui può generarsi un miglioramento dell'opinione esterna verso l'impresa.

Ad esempio, un azionista vuole investire del nuovo capitale nell'impresa oggetto di ristrutturazione. Questo si troverà a sborsare del denaro, e pertanto vorrà assicurarsi che siano stati risolti alcuni problemi del passato (vedi anche sotto-paragrafo 1.1) derivanti da colpe a lui non imputabili. Giocano quindi un ruolo fondamentale:

- un management più credibile rispetto alle personalità appartenenti all'azienda al momento dell'entrata in crisi aziendale;
- un miglioramento della situazione debitoria;
- una buona valutazione dell'attivo, rispettando i principi generali di chiarezza, veridicità e correttezza;
- la scoperta di economie di scala, di scopo e di gamma inesprese che mettono in luce eventuali potenzialità per le quali vale la pena investire nell'impresa.

### **Conclusioni.**

La ristrutturazione aziendale è un processo complesso e variegato che può avere differenti modalità di realizzazione in quanto ogni crisi si manifesta in maniera distinta. Infatti, le crisi aziendali si possono distinguere in base a:

- tipologia di crisi (liquidità, solvibilità etc.);
- cause;
- conseguenze;
- durata della crisi.

Inoltre, ruolo fondamentale lo giocano altri fattori come la categoria di business interessata dalla crisi, la dimensione aziendale etc. Pertanto, ogni situazione è distinta dalle altre e, di conseguenza, non è possibile attuare un processo di ristrutturazione aziendale univoco. La decisione dipende da più fattori che sono differenti a seconda del singolo caso.

Ciononostante, vi sono delle fasi del processo di ristrutturazione aziendale che potrebbero risultare comuni a più situazioni e potrebbero essere le prime ad essere attuate, come:

- *il cambio del management*: l'entrata in crisi di un'azienda può legarsi ad una gestione inefficiente, con colpe imputabili ai manager. Da qui, è opportuno agire sul mutamento dei vertici per due ragioni: dare una maggior credibilità all'azienda presentando nuove figure apicali (e con maggiore credibilità) e giungere a un punto di rottura con il passato;
- *la riorganizzazione dell'attivo e del passivo*: le ragioni da cui trae origine una ristrutturazione aziendale si legano *in primis* al patrimonio netto negativo, motivazione per cui, almeno in Europa Occidentale, l'impresa non può continuare ad essere operativa. Procedendo in ambito stragiudiziale è opportuno verificare che le poste dell'attivo siano valutate correttamente o se è possibile ricontrattare il debito aziendale con i relativi soggetti con il fine di ricostruire il patrimonio netto. Inoltre, come osservato all'interno del capitolo, è possibile aumentare gli indici di redditività oltre che cedere asset superflui, producendo flussi di cassa atti a migliorare la situazione debitoria;
- *il mutamento del clima organizzativo interno e del clima d'opinione esterno*: in caso di mutamento del clima organizzativo interno, dovuto all'entrata di un nuovo management e all'implementazione di nuove strategie, è opportuno che quest'ultimo che si concili con i cambiamenti strutturali che avvengono nel processo di ristrutturazione. Da qui, qualora le risorse umane siano in sintonia con la nuova gestione, può generarsi un clima di positività e di orientamento verso un obiettivo comune che potrebbe comportare una maggior efficienza aziendale. Il cambiamento del clima d'opinione esterno è conseguenza diretta di alcune azioni osservate in questo capitolo quali la sostituzione dei vertici e la riorganizzazione dell'attivo e del passivo, attraverso le quali potrebbe generarsi un clima d'opinione esterno migliore e una visione positiva da parte degli stakeholder aziendali.

Infine, tali fasi del processo sono considerate le più importanti nella maggior parte dei casi di ristrutturazione, considerando che ogni crisi aziendale può essere esaminata come una situazione a sé stante date le caratteristiche osservate all'interno di questo paragrafo.

## II. RUOLO DEL MANAGEMENT.

Successivamente alla scelta del cambiamento, il nuovo management diventa uno dei protagonisti principali del processo di ristrutturazione aziendale. Infatti, in questo contesto, guida una vasta gamma di cambiamenti organizzativi con un'ampia discrezionalità, definita a seconda delle aree che ne costituiscono il raggio d'azione.

Le decisioni, però, sono da contestualizzare rispetto all'organizzazione in cui si opera, guardando il contesto sia esterno che interno e partendo dal presupposto che non sempre l'azione riguardante una determinata area aziendale possa risultare vantaggiosa per l'impresa rispetto all'azione riguardante un'altra area. Questi fattori possono avere un peso determinante ed influenzare le scelte manageriali.

In molte situazioni le azioni del top management appaiono costrette e forzate dal contesto esterno che ne limita la discrezionalità nelle scelte. In un processo di ristrutturazione aziendale, per esempio, il management deve operare tenendo in considerazione:

- *l'industria di appartenenza*: infatti, a seconda della competitività di questa, il management deve decidere riguardo l'allocazione delle risorse a disposizione dell'impresa. Più le industrie sono competitive e più il margine di errore è basso (Masulis, Wang & Xie, 2007);
- *prezzi di mercato*: il management non può influenzarli. In questo senso, il management ha anche il ruolo di catturare nuove opportunità e cercare un rinnovamento strategico, considerando la natura dell'impresa e la forma organizzativa. Il sistema dei prezzi dipende infatti dalle circostanze del mercato e dai cambiamenti tecnologici e influenza l'allocazione delle risorse disponibili;
- *opportunità tecnologiche*: la crescita delle imprese in un mercato globale è dovuta soprattutto alla gestione di nuovi asset immateriali e alla capacità di scoprire nuove forme tecnologiche<sup>1718</sup>.

Per quanto riguarda il contesto organizzativo interno, è importante che il management faciliti la coordinazione e lo sforzo effettivo verso un unico obiettivo comune, considerando che giocano un ruolo fondamentale le esternalità del network e le specificità degli asset. All'interno

---

<sup>17</sup> In risposta ad un processo di ristrutturazione e alle pressioni del mercato esterno, il flusso di idee inter-company gioca spesso un ruolo fondamentale per le decisioni dal punto di vista innovativo e strategico. In tal caso le imprese compiono determinate scelte prendendo esempio da compagnie appartenenti allo stesso settore.

<sup>18</sup> Cfr. Arbor, J., Graham, M., Yawson, A., Corporate Governance and Restructuring Activities Following Completed Bids, Corporate Governance: An International Review, 2011, Volume 19, Issue 1, pagg. 61-76.

dell'organizzazione i manager dirigono le operazioni e decidono l'allocazione delle risorse disponibili. Sono degli agent del principal (azionista), ma nonostante tutto hanno una discrezione strategica per quanto riguarda gli investimenti e la esercitano per raggiungere gli obiettivi organizzativi.

Per la teoria comportamentale dell'impresa, questa presenta una certa complessità che permette ad alcuni gruppi (esterni ed interni all'impresa stessa) di condizionare il processo decisionale. L'impresa può assumere decisioni proceduralmente razionali, cioè che tengano conto della limitata disponibilità di informazioni. Essa è un corpo sociale formato da individui (o gruppi di individui) che hanno obiettivi e aspettative diverse (e anche conflittuali) tra loro. La dirigenza deve assumere decisioni soddisfacenti per tutti i membri dell'azienda anche se non ottimali da un punto di vista produttivo (Cyert and March 1963). Appartengono alla funzione obiettivo dell'impresa gli interessi di azionisti, manager, lavoratori, clienti, creditori etc. L'importanza dell'obiettivo varia a seconda del contesto temporale ed è legato alle componenti dell'impresa appena elencate e alla tipologia di impresa in questione. La natura dinamica genera delle decisioni alternative e questo è correlato alla scelta e al disegno di un modello di business così come alla scelta di cambiamenti strategici nell'organizzazione. Il manager deve articolare gli obiettivi, contribuire nella valutazione di nuove opportunità e dare un'impronta culturale in modo tale da giocare un ruolo critico nelle decisioni strategiche. Rappresenta pertanto una figura chiave nella selezione di nuovi investimenti e nel coordinamento dell'attività economica, in particolare nello sfruttamento di nuove economie di scala, di scopo e di gamma. Può gestire asset potenziali già presenti all'interno dell'azienda oltre che investire su nuovi asset aziendali<sup>19</sup>.

Pertanto, il management è un punto cardine per rispondere a cambiamenti economici interni ed esterni che riguardano le organizzazioni. La qualità della gestione aziendale è un punto cardine per implementare la procedura di ristrutturazione sia per la risposta ai mutamenti tecnologici e di mercato sia per diffondere, all'interno dell'organizzazione, un obiettivo comune e condiviso, trasformando le opportunità in vantaggio competitivo. Infine, deve garantire una crescita e uno sviluppo aziendale sostenibili nel lungo periodo, eliminando i fattori strutturali che hanno causato l'entrata in crisi dell'azienda.

---

<sup>19</sup> Cfr. Augier, M., Teece, D., Dynamic Capabilities and the Role of Managers in Business Strategy and Economic Performance, *Organization Science*, Vol.20, No.2, 2009, pp. 410-421.

La gestione è discrezionale: anche se modellata sulle pressioni interne ed esterne, al top management rimane comunque una relativa autonomia nell'esercizio delle scelte strategiche.

La ricerca di nuove opportunità strategiche parte dal presupposto che il management ha razionalità limitata, le imprese sono eterogenee e la ricerca di determinate informazioni comporta ulteriori costi.

I costi di ricerca di nuove opportunità accettabili in base agli obiettivi prefissati dipendono fattori quali:

- performance dell'impresa;
- area geografica;
- incertezza;
- ambiente organizzativo interno;
- contesto esterno.

Vi sono inoltre dei costi di transazione, basati sull'assunto che la razionalità è limitata e può esservi un comportamento opportunistica da parte del management (Williamson 1975, 1985). È importante recuperare i costi di agenzia e sottoporre a un monitoraggio continuo le scelte del management, soprattutto per evitare un conflitto d'interesse tra manager e azionisti. Tali costi sono legati anche a scelte strategiche su cui hanno impatto le decisioni manageriali, soprattutto se legate a politiche di investimento. I manager sono i decision maker, e devono entrare in possesso di informazioni, analizzarle, sintetizzarle per poi agire nell'interesse dell'impresa. Oltre che considerare le risposte dell'organizzazione, le decisioni devono essere finalizzate allo sviluppo di una strategia di ristrutturazione sostenibile, considerando l'evoluzione del mercato e del comportamento futuro dei vari stakeholder (clienti, fornitori, concorrenti etc.)<sup>20</sup>.

Il potere decisionale deriva dalle esperienze e dalle competenze del manager, da cui dipende la risposta dell'azienda ai problemi di ristrutturazione. L'autonomia di tali personalità non deve privilegiare una classe di stakeholder invece che un'altra: alcuni management agiscono nell'interesse complessivo dell'azienda, escludendo gli azionisti e la distribuzione di utili, mentre altri preferiscono distribuire utili risparmiando su altri costi (es. tagli sulla forza lavoro).

---

<sup>20</sup> Cfr. Augier, Teece, cit pag. 24.

In una ristrutturazione aziendale l'ingresso di un nuovo management deve rappresentare un cambiamento rispetto al passato. Il suo ruolo sarà valutato all'interno dei paragrafi successivi esaminando due punti fondamentali:

- *il presupposto soggettivo*: in una ristrutturazione aziendale è importante che la personalità del management sia tale da ispirare fiducia negli stakeholder e che sia rappresentativo di una rottura con il passato, rispetto alla gestione tramite la quale l'impresa è entrata in crisi. Deve inoltre possedere conoscenze e capacità adeguate al contesto in cui si trova ad operare;
- *le responsabilità*: sono legate all'implementazione del processo di ristrutturazione partendo dall'individuazione delle cause della crisi e arrivando alla definizione di strategie sostenibili nel lungo periodo, eliminando le criticità a livello strutturale senza fermarsi ad una soluzione valida solamente nel breve periodo.

### **1. Presupposto soggettivo del ruolo del management.**

Il presupposto soggettivo del ruolo del management nelle ristrutturazioni aziendali collega tale procedura alla personalità del management che è coinvolto. Da qui, infatti, può iniziare a definirsi la credibilità di un processo di ristrutturazione basandosi sulle caratteristiche intrinseche ai soggetti con responsabilità strategiche. Può essere esaminato secondo tre punti di vista dai quali emergono i requisiti soggettivi che un buon management deve possedere in tale situazione:

- *preparazione professionale adeguata*;
- *dinamicità, predisposizione al cambiamento e positività verso il futuro*;
- *reputazione e credibilità*.

In primis, un buon management deve essere in possesso di una *preparazione professionale adeguata*. Solitamente, si tratta di personalità con uno scibile di conoscenze generico e completo, adatto a superare ogni tipo di crisi. Nella selezione del nuovo management *in primis* si considera l'esperienza, avviando un processo di selezione basato sulla strategia da portare avanti e sui fattori socio-psicologici date le esperienze che pregresse in aziende in condizioni simili. Grinyer e Spender (1979) affermano che “il processo di riposizionamento strategico è facilitato dall'ingresso di nuovi manager cui esperienza pregressa sia tale da poter apportare adeguati cambiamenti strategici”. Inoltre Boeker (1997) suggerisce che “le imprese che pianificano l'ingresso di nuovi prodotti sul mercato possono beneficiare dall'esperienza e delle conoscenze di manager esterni che abbiano maturato un'esperienza precedente in tale mercato”. I benefici che possono derivare da un'esperienza pregressa del management possono essere osservati anche da una prospettiva socio-cognitiva. Un manager, infatti, sviluppa delle idee personali e delle conoscenze strutturate su come

implementare una strategia imparando da esperienze passate. Le ricerche in ambito cognitivo mostrano che tramite l'esperienza gli individui sviluppano una complessa struttura di conoscenze, divisa in categorie con un ampio schema informativo che può condurre a previsioni future più accurate (Stabell, 1978; Ford and Baucus, 1987). Per esempio, in una strategia di ristrutturazione, un manager che ha gestito in passato tale processo è più adeguato ad apportare tali cambiamenti nell'organizzazione, essendo in possesso delle informazioni e delle conoscenze necessarie per implementare la strategia con successo.

La scelta di un nuovo manager può avvenire inoltre per ragioni strategiche meno esplicite come ad esempio le similitudini tra manager ed amministratori dal punto di vista caratteriale e di background. Le similitudini tra selezionatori e selezionati spesso hanno guidato le scelte di candidati, anche in contesti differenti. In alcuni casi può derivarne un errore di valutazione. Gli amministratori potrebbero anche scegliere un manager che abbia avuto esperienze passate in Consigli di Amministrazione che hanno attuato strategie simili a quelle che vogliono implementare nell'azienda. La partecipazione ai CdA, in questo caso, è considerata un motivo di preferenza.

In sintesi, è opportuno considerare fattori strategici e fattori socio-psicologici impliciti nel valutare la preparazione professionale di un manager che dovrà essere responsabile di un processo di ristrutturazione con il fine di favorire l'azienda in crisi. Vi è però da considerare la tendenza dei consiglieri di amministrazione ad avere delle preferenze personali legate a similitudini caratteriali, di background oltre che a ragioni strategiche. Pertanto, a partire da qui si stabilisce se il manager possiede le giuste competenze per gestire una corretta ristrutturazione aziendale<sup>21</sup>.

Altri requisiti che devono essere presenti in un management responsabile del processo di ristrutturazione sono legati a: *dinamicità, predisposizione al cambiamento e positività verso il futuro*. In tale processo deve esservi un cambiamento totale rispetto al passato, e il management deve essere predisposto ad affrontare nuove sfide attuando nuove strategie. Nello specifico, l'attività di ristrutturazione aziendale non può avvenire senza che il management valuti una possibilità di riposizionamento strategico.

Può accadere che i manager, in virtù della loro esperienza, possano essere poco propensi ad un cambiamento strategico. E da qui si rende necessario un turnover manageriale, con l'obiettivo di introdurre soggetti con prospettive diverse dai predecessori e aumentare la qualità delle decisioni

---

<sup>21</sup> Cfr. D. Westphal, J., W. Fredrickson, J., Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy, *Strategic Management Journal*, Volume 22, Issue 12, 2001, pp. 1113-1137.

strategiche su cui si basa la ristrutturazione aziendale. La mappatura mentale e cognitiva del top management rappresenta l'esperienza acquisita ed è composta da un set di criteri, standard di valutazione e regole decisionali che incidono sulla predisposizione al cambiamento, aumentandola o limitandola. Eventuali limitazioni possono derivare dal forte legame con gli scenari economici passati i manager erano abituati ad operare rispetto a quelli attuali, avendo così una visione antica delle strategie per la quale non si riconosce o non si interpreta adeguatamente il bisogno di cambiamento. Inoltre, possono essere più propensi ad operare in ambienti in cui potrebbero dare spazio al loro set di idee piuttosto che in ambienti dove queste sono incompatibili. È difficile che un manager si discosti da un suo schema preimpostato e sono più propensi ad operare seguendo tali percorsi.

Analogo discorso può essere svolto per un team di top management, che può essere omogeneo come eterogeneo (nei modi di agire, di pensare e nel background): idee molto simili possono portare ad abilità di problem solving inferiori mentre idee eterogenee possono generare differenze percettive e il processo decisionale può essere conflittuale. Inoltre, un team omogeneo potrebbe avere una scarsa propensione ad avviare cambiamenti strategici, soprattutto se rimane in carica per un lungo periodo.

Inoltre, è bene che in una ristrutturazione aziendale siano adottati dei cambiamenti sostenibili nel lungo periodo: pertanto, è opportuno evitare che un top management, nel lungo periodo, si perda nell'inerzia organizzativa conformandosi stabilmente ai valori dell'organizzazione e alle norme. Tramite una corretta successione dell'esecutivo le organizzazioni possono riadattarsi all'ambiente in quanto, alterando la distribuzione del potere, si modificano allo stesso tempo le dinamiche del processo di decision making. La successione riduce il rischio di inerzia organizzativa<sup>22</sup>.

Infine, il management deve avere una *buona reputazione* oltre che una *credibilità*. Questi requisiti sono fondamentali in quanto un manager deve essere in grado di ottenere da terzi la disponibilità delle risorse critiche necessarie ad innescare il processo di risanamento. Per farlo, è opportuno che riscuota la fiducia degli investitori e che sia espressivo della volontà di mutamento. È imprescindibile che il management risulti credibile agli occhi degli stakeholder, sia attratto dalle prospettive aziendali future, abbia gli occhi per percepire la presenza di potenzialità positive in una

---

<sup>22</sup> Cfr. F. Wiersema, M., Executive succession as an antecedent to corporate restructuring, Human Resource Management, Volume 34, Issue 1, 1995, pp.185–202

situazione disastrosa, maturi il convincimento che la situazione di crisi in cui versa l'impresa può essere superata e abolisca il clima di sfiducia.

Il manager, nella ristrutturazione di un'impresa in crisi, deve essere in grado di riorganizzare l'azienda minimizzando l'incertezza e facendo in modo di adeguarsi alle pressioni competitive e ai cambiamenti ambientali. Il processo di gestione deve consistere in: aumento della redditività, diminuzione dei costi, ottimizzazione della combinazione di prodotti e miglioramento della posizione competitiva. Per raggiungere questi obiettivi, i manager hanno bisogno del supporto di differenti gruppi di stakeholder (soprattutto dei nuovi azionisti) dai quali dipende il successo o il fallimento della ristrutturazione. Inoltre, una ristrutturazione non può essere eseguita senza il sostegno dei dipendenti e l'opinione esterna è fondamentale per la credibilità dell'azienda oltre che per la reputazione. Tutto questo avviene in un contesto incerto, ed è bene che il manager limiti l'incertezza riguardo il futuro e i benefici che ne derivano per i gruppi di interesse.

Una buona reputazione è il risultato di giusti segnali informativi nel tempo, condivisi tra più gruppi di stakeholder. È volta a garantire un supporto di tutti i portatori d'interesse e generare fiducia nella ristrutturazione aziendale. I manager devono assicurarsi che l'azienda comunichi tutte le informazioni rilevanti riguardo il processo di ristrutturazione, inviando i giusti segnali all'ambiente esterno. È bene quindi che si intraprendano nuove azioni ma è anche giusto che la comunicazione sia adeguata, con il fine di generare fiducia in tutti i portatori d'interesse che ruotano intorno all'impresa e che tale comunicazione sia percepita ed interpretata in un modo corretto evitando asimmetrie informative. L'impresa interagisce con l'esterno, creando un network complesso di interazioni: i manager hanno il compito di minimizzare il rischio che i segnali di mutamento rispetto al passato siano percepiti male o non siano percepiti dall'opinione esterna, generando ulteriori costi legati all'asimmetria informativa. È importante chiarire da subito la posizione competitiva dell'impresa, dando un'idea delle azioni da intraprendere nel futuro e tenendo in considerazione la molteplicità di interessi che ruotano intorno all'impresa<sup>23</sup>.

## **2. Responsabilità del management nell'implementazione del processo di ristrutturazione.**

Il ruolo del management, al di là del presupposto soggettivo esaminato nel paragrafo precedente, a livello operativo è riconducibile ad una serie di responsabilità che comporta l'implementazione del processo di ristrutturazione. La responsabilità più importante è legata all'individuazione delle cause

---

<sup>23</sup> Cfr. A. Dentchev, N., Heene, A., Managing the reputation of restructuring corporations: Send the right signal to the right stakeholder, Journal of Public Affairs, Volume 4, Number 1, Henry Steward Publications, 2004, pp.56-72.

della crisi: infatti, un buon management deve superare la tendenza a curare gli effetti della crisi senza studiarne le cause, eliminando le criticità a livello strutturale senza fermarsi ad una soluzione valida solo nel breve periodo. A partire da tale compito, possiamo suddividere le responsabilità del management come segue:

- *individuazione delle cause della crisi;*
- *individuazione delle aree interessate dalla crisi;*
- *esame delle variabili rappresentative della situazione finanziaria;*
- *pianificazione dei processi di cambiamento;*
- *verifica della coerenza dei processi con la situazione aziendale;*
- *definizione delle strategie*<sup>24</sup>.

L'ultimo passaggio (definizione delle strategie) assume un'importanza fondamentale in quanto le strategie post-ristrutturazione devono essere attuate in modo tale che non ci si trovi più in situazioni che hanno causato la crisi aziendale, rispettando il principio di sostenibilità di lungo periodo.

### **2.1. Individuazione delle cause della crisi.**

L'individuazione delle cause della crisi parte dall'assunto che crisi determinate da cause diverse necessitano di processi di risanamento diversi. Senza agire sulle cause, gli effetti di risanamento di una crisi possono essere annullati nel breve periodo, ma una situazione simile potrebbe tornare a presentarsi in futuro. Il tutto si tradurrebbe in un mero rinvio dei problemi del presente.

Le ragioni fondamentali di una crisi aziendale, da cui derivano problemi non risolvibili nel breve periodo, possono essere:

- *di ordine tecnologico;*
- *di ordine produttivo;*
- *di ordine commerciale.*

Le cause di una crisi di *ordine tecnologico* derivano principalmente dal mancato sviluppo di idee innovative che permettono all'impresa di avere una maggiore profittabilità e di porre le basi per la sopravvivenza nel lungo periodo. L'obsolescenza tecnologica e gli errori di investimento sono quindi le ragioni dell'entrata in una crisi di ordine tecnologico. Di conseguenza, vi è la mancanza di adattamento alle variazioni del contesto esterno e di sviluppo di programmi di lungo periodo attraverso i quali si individuano gli obiettivi da raggiungere. Dal ritardo tecnologico può derivare la

---

<sup>24</sup> Coda V. *et al*, Crisi d'impresa e strategie di superamento, in Collana di studi economico-aziendali, n.9, a cura di Carlo Sorci, Giuffrè editore, Milano, 1987.

crisi industriale e finanziaria perché l'ammortamento degli investimenti è più incisivo in quanto meno allocato sui prodotti venduti.

Alcuni esempi di crisi legate a motivazioni di ordine tecnologico sono:

- caso Olivetti: data una specifica curva di crescita del settore dell'informatica, vi erano compagnie come IBM, Apple ed Hewlett Packard le quali portavano a termine grossi investimenti nell'ambito del software e dell'hardware. Olivetti era in crescita, ma al di sotto della media di mercato, dal quale uscì per via di una crisi di ordine tecnologico che comportò un abbandono forzato dovuto alla concorrenza e a investimenti al di sotto della media di mercato;
- case farmaceutiche: qualora compiano errori negli investimenti sui principi attivi e vi siano limiti sulle autorizzazioni allo sviluppo di farmaci.

Sono invece di *ordine produttivo* le cause di una crisi derivanti dal mancato sfruttamento di economie di scala, di scopo e di gamma. Le economie di gamma, attraverso le quali si spalmano determinate tecnologie sui prodotti, possono bloccarsi in caso di sistemi produttivi ingessati o poco flessibili. Pertanto, non sempre una nuova tecnologia può applicarsi a processi produttivi già avviati. Le economie di scala sono variabili nel corso del tempo e richiedono un alto volume di vendita e una vasta gamma di prodotti per essere sfruttate.

Sono crisi di ordine produttivo quelle derivanti da sovraccapacità e da rigidità. Le crisi da sovraccapacità sono legate ad un eccesso di capacità produttiva rispetto alle possibilità di collocamento sul mercato, in quanto le vendite non sono sufficienti, nel breve termine, per coprire i costi fissi di produzione. Una crisi da rigidità può corrispondere a ricavi inferiori alle attese o ad un aumento dei costi non controbilanciato da un aumento dei prezzi di vendita.

Nell'area della produzione le crisi possono inoltre derivare da mancanza di competenze adeguate da parte della manodopera e da un utilizzo non ottimale degli impianti.

Se di *ordine commerciale*, le cause della crisi sono dovute soprattutto ad una mancanza di una rete di distribuzione adeguata. Questo è valido soprattutto per i beni di largo consumo in quanto non si può vendere in grandi quantità o compiere investimenti a livello di marketing se non si possiede una rete commerciale adeguata. Le motivazioni di ordine commerciale spesso sono alla base delle fusioni tra aziende, effettuate (in questo caso) con l'obiettivo di ottenere una rete distributiva più efficiente creando maggiori opportunità in tale ambito.

## **2.2. Individuazione delle aree interessate dalla crisi.**

L'individuazione delle aree interessate dalla crisi consiste nella definizione del perimetro in cui si implementeranno i processi di cambiamento, successivamente all'individuazione delle cause della crisi.

In primis, in un'azienda in ristrutturazione è importante riposizionarsi in modo efficiente sul core business senza avere una diversificazione eccessiva delle componenti produttive di reddito.

La prima macro-area in cui si individua la crisi aziendale, al fine di ripristinare la produttività del business, è il valore dell'equity. È importante considerare che il guadagno per gli azionisti è correlato allo sviluppo dell'impresa. Il valore aziendale è determinato calcolando l'*enterprise value* in funzione di una prospettiva futura dei flussi di cassa scontati al WACC, correlandoli al valore di mercato dell'impresa e tenendo in considerazione le componenti finanziarie, operative e di investimento. A partire dalla definizione di questa prima macro-area, si formulano parametri qualitativi e quantitativi che rappresentano il punto di partenza per le strategie di ristrutturazione. Il valore attuale dei flussi di cassa, in un'azienda in crisi, può essere negativo e determinare una perdita per gli azionisti: in tal caso nascono le prime necessità di diminuire le passività e di compiere investimenti per massimizzare il valore del business, ipotizzando le decisioni da intraprendere. Bassa produttività dell'attivo, breve durata della vita utile degli asset e alto ammontare di passività o di crediti non riscossi sono le prime ragioni per cui mettere in atto un processo di ristrutturazione.

Nella mappatura delle aree interessate dalla crisi, si individua successivamente una seconda macro-area che tiene in considerazione i fattori legati al contesto esterno ed interno all'azienda.

I fattori legati al *contesto esterno* all'azienda si riferiscono a:

- *prospettive sul mercato dei capitali;*
- *attrattività per gli investitori esterni;*
- *posizionamento rispetto ai competitor;*
- *market share.*

Per quanto riguarda il *contesto interno*, si considerano:

- *corporate governance;*
- *strategie finanziarie, economiche e organizzative;*
- *tecnologie produttive;*
- *qualità dei prodotti venduti;*
- *attività operative;*
- *risorse umane;*
- *vendite e marketing*<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Cfr. Mavlutova, I., Restructuring of business as a way of increasing a company value, Journal of Business Management, Issue 1, p.8, Department of Finances, BA School of Business and Finance, Riga, Latvia, 2008, pp. 73-80.

**Tabella 4, Mappatura delle aree interessate dalla crisi<sup>26</sup>**

MACRO-AREA	NATURA	COMPONENTI
<b>EQUITY VALUE</b>		
	<i>Patrimoniale</i>	
		Passività
		Attività
		Enterprise Value
	<i>Reddituale</i>	
		Cash flow
WACC		
<b>CONTESTO AZIENDALE</b>		
	<i>Esterna</i>	
		Mercato dei capitali
		Attrattività
		Competitor
		Market share
	<i>Interna</i>	
		Corporate Governance
		Strategie
		Tecnologia
		Qualità
		Attività operative
		Risorse umane
		Vendite e marketing

Fonte: Mavlutova, I., *Restructuring of business as a way of increasing a company value*, *Journal of Business Management*, Issue 1, p.8, Department of Finances, BA School of Business and Finance, Riga, Latvia, 2008, pp. 73-80.

### **2.3. Esame delle variabili rappresentative della situazione finanziaria.**

L'esame delle variabili rappresentative della situazione è una delle responsabilità più delicate a carico del manager. Per iniziare, è importante comprendere da subito se le ragioni intrinseche della crisi aziendale derivino da squilibrio di tipo patrimoniale e finanziario o da indebolimento di marginalità operativa del conto economico. Di solito, in un contesto di crisi aziendale, le criticità segnalate da tali variabili sono conseguenza diretta delle cause di ordine tecnologico, produttivo e commerciale esaminate nei paragrafi precedenti.

Le tipologie di crisi, tenendo in considerazione le componenti finanziarie, possono dividersi in:

- *crisi di liquidità*: l'impresa non è in grado di adempiere le obbligazioni a di breve termine, in riferimento ad impegni e passività correnti. Pertanto, sono coinvolte componenti del capitale circolante e potrebbe trattarsi di una crisi temporanea, relativa a carenze finanziarie nella gestione ordinaria.

<sup>26</sup> Tabella elaborata dall'autore.

- *crisi di solvibilità*: l'impresa non è in grado di adempiere le obbligazioni di medio/lungo termine. In sostanza, gli investimenti aziendali generano un reddito non compatibile con gli oneri finanziari. In tal caso, le carenze emergono dal punto di vista delle regole di investimento. In sostanza,  $ROI < WACC$ . Se mi trovo in questa situazione, di conseguenza diminuisce l'*Enterprise Value* fino ad essere inferiore al Valore Attuale del Debito. Questo causa un *Equity Value* negativo. Riassumendo, le condizioni per cui può manifestarsi una crisi finanziaria sono:

- $ROI < WACC$ ;
- $Enterprise Value < Valore Attuale Debito$ ;
- $Equity Value < 0$

Le cause della crisi di solvibilità (di ordine tecnologico, di ordine produttivo e di ordine commerciale) sono da ricercare nell'ambito industriale in quanto producono direttamente squilibri dal punto di vista finanziario.

In ogni caso, la crisi finanziaria deve essere risolta prima della crisi industriale<sup>27</sup>, considerando la velocità di aggiustamento ed eventuali rischi di azioni di recupero forzato avviate dai creditori che potrebbero complicare ulteriormente la procedura di ristrutturazione in corso.

#### **2.4. Pianificazione dei processi di cambiamento.**

Dall'esame dei risultati delle fasi precedentemente osservate (individuazione delle cause della crisi, individuazione delle aree interessate dalla crisi ed esame delle variabili rappresentative della situazione finanziaria) segue la pianificazione di processi alternativi di mutamento con l'obiettivo di ottenere discontinuità rispetto al passato.

La prima fase è la *definizione degli obiettivi*, i quali si legano alla correzione di inefficienze del passato e al miglioramento della performance della compagnia. Questo rappresenta una grande sfida per il management della compagnia e fa riferimento, principalmente, a:

- *abbandono delle componenti di cash flow negative*;
- *aumento della competitività dal punto di vista dei costi*;
- *aumento del valore di mercato dell'impresa*.

La definizione degli obiettivi avviene tenendo in considerazione le pressioni dell'ambiente esterno ed interno. Un'impresa in crisi presenta un flusso di cassa negativo, limitate opportunità di investimento, una governance debole e un rischio di takeover. Inoltre, è da compiere tenendo conto

---

<sup>27</sup>Analogamente, in ambito macroeconomico, in caso di squilibri l'aggiustamento avviene prima sul mercato della moneta (LM) e poi sul mercato dei beni (IS).

di eventuali cambiamenti dell'ambito in cui si opera, come innovazioni tecnologiche e di prodotto, regimi fiscali, regolamentazioni e competitività esterna di un'industria specifica<sup>28</sup>. Frequentemente, possono presentarsi problemi come eccesso di offerta e di capacità produttiva, accompagnati da una diminuzione della domanda e da cambiamenti tecnologici.

Un altro fattore da considerare è legato al *timing* del processo di ristrutturazione e alla definizione del piano in un unico step o in fasi successive, dati gli specifici problemi su cui si definiscono gli obiettivi. Idealmente, la ristrutturazione aziendale deve essere svolta in modo preventivo, antecedentemente alla crisi aziendale o alla manifestazione del rischio di scalata.

A seconda del *contesto aziendale* di riferimento, una ristrutturazione può prendere più forme considerando:

- linee di business;
- diversificazione/concentrazione aziendale;
- operazioni aziendali;
- abilità della forza lavoro;
- capacità produttive.

Dal lato *contabile*, l'attività di ristrutturazione può avere determinati oneri, influenzando su ricavi, flusso di cassa e performance economiche future. Tendenzialmente, i ricavi tendono ad essere negativi nei primi anni.

L'impatto di una ristrutturazione può essere misurato prendendo in esame l'evoluzione del mercato azionario nei periodi successivi. Si tratta, in genere, di un processo dinamico dove gli investitori rivedono di continuo le loro aspettative sugli effetti della procedura e sul valore aziendale. Inoltre, sono alla ricerca di nuove informazioni riguardo la profittabilità futura. Le performance azionarie successive all'aggiustamento dell'impresa evidenziano se gli azionisti hanno beneficiato o meno di tale processo. A partire dalla performance operativa nel periodo successivo alla ristrutturazione si valuta, in prospettiva, l'impatto di lungo termine. Alcuni studi (e.g. Brickley and Van Drunen, 1990; Lopez et al, 2001) esaminano che la ristrutturazione non porta a miglioramenti significativi fino ad

---

<sup>28</sup> Cfr. H. Bowman, E., Singh, H., Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm, Strategic Management Journal, Vol. 14, Special Issue: Corporate Restructuring, Summer 1993, pp. 5-14.

un periodo di 3-5 anni successivi. Questo deriva da un mix di vantaggi e svantaggi della procedura<sup>2930</sup>. Inoltre, nel breve periodo, le imprese che manifestano perdite dal punto di vista del reddito operativo soffrono maggiormente le difficoltà legate al contesto esterno rispetto alle imprese in utile. Ciononostante, possono trarre benefici dal processo di ristrutturazione tramite il quale possono far fronte alle debolezze operative.

Nella pianificazione di una ristrutturazione, infine, un ruolo fondamentale lo gioca il punto di vista del management. Un decision-making model può essere programmato in modo dinamico, massimizzando la possibilità di raggiungimento degli obiettivi da parte del manager e le possibili situazioni contingenti che potrebbero presentarsi nel corso del processo. In un modello logico di pianificazione è opportuno esaminare i punti di forza del business che saranno influenzati dalle decisioni manageriali e, a partire da qui, determinare le variabili che possono essere considerate durante la pianificazione, specialmente se forniscono le informazioni più rilevanti ai fini della gestione della ristrutturazione.

Inoltre, è importante esaminare che cosa vuol dire per il management la creazione di valore, data una loro funzione di utilità personale: considerando tali fattori, dai quali possono derivare problemi di agenzia, il manager può avere interesse alla creazione di valore per gli azionisti oppure alla crescita sostenibile dell'impresa.

Anche la performance operativa di un'azienda influenza le decisioni manageriali. La considerano, infatti, un modo per aumentare la profittabilità, l'efficienza e la competitività aziendale in un determinato periodo di tempo. La stima di tale periodo è soggettiva e i manager possono anche definire sinteticamente un prospetto di flussi di cassa futuri derivanti da un loro giudizio personale<sup>31</sup>.

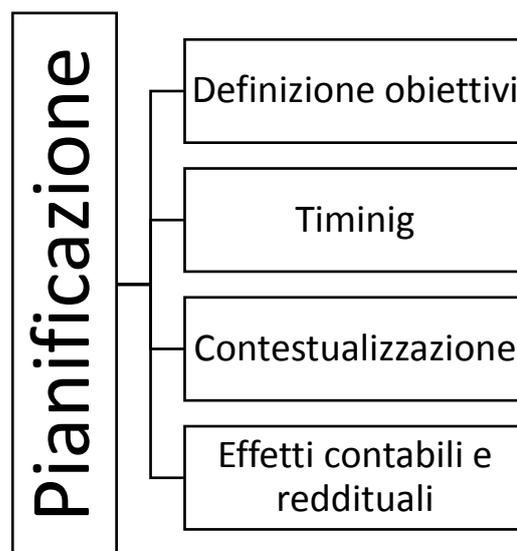
---

29 Analogamente, Denis and Kruse (2000) and Kang and Shivdasani (1997) affermano che "le imprese che decidono di entrare in un processo di ristrutturazione per via di un declino della performance manifestano un miglioramento dal punto di vista degli indicatori reddituali nei tre anni successivi alla ristrutturazione".

<sup>30</sup> Cfr. Lin, Lee, G. Gibbs, cit. pag. 51.

<sup>31</sup> Cfr. Lin, Lee, Peterson, cit. pag.8.

**Tabella 5, Pianificazione dei processi di cambiamento<sup>32</sup>**



### **2.5.Verifica della coerenza dei processi con la situazione aziendale.**

Successivamente alla pianificazione della ristrutturazione, è opportuno considerare la coerenza delle alternative con la situazione aziendale contingente. Il sistema azienda ha un ambiente interno ed esterno costituito da più relazioni tra varie componenti. Per ogni processo pianificato è opportuna una valutazione in termini di costi e di benefici, tenendo in considerazione i possibili rischi e l'ammontare limitato delle risorse. Ulteriore importanza va data ai rischi potenziali non manifestatisi, alle inefficienze e alle criticità che si presentano.

Le scelte di mutamento possono riguardare più livelli dell'impresa (investimenti, modifiche delle strutture produttive, posizionamento di mercato etc.) e sono da implementare su più funzioni aziendali, cui impiegati non sempre godono di incentivi legati alla crescita del valore aziendale. È importante che le decisioni del top management siano comunicate su più livelli attraverso un corretto flusso informativo e attraverso le giuste politiche di incentivazione verso i lavoratori, i quali devono essere allineati verso il conseguimento di nuovi obiettivi. Allocando i cambiamenti su più centri di profitto, è giusto tenere in considerazione le competenze delle risorse umane, i costi legati all'informativa, i costi di monitoraggio e i relativi benefici.

Le decisioni del management devono poi essere accompagnate da una struttura ottimale dell'impresa anche dal punto dell'adeguatezza delle varie funzioni. Tramite la verifica di coerenza delle strategie con l'ambiente aziendale, i manager possono giudicare non adeguata la struttura esistente e modificarla. Oppure, in alternativa, potrebbero essere scoperte nuove opportunità di efficienza.

---

<sup>32</sup> Tabella elaborata dall'autore.

Una struttura ottimale deve essere inoltre allineata con i competitor di mercato e una scarsa performance può guidare il management verso la sperimentazione di varie strutture organizzative, anche diversificando e suddividendo i business aziendali in più unità per ottenere una maggior efficienza<sup>33</sup>.

In sostanza, per ogni decisione occorre valutare costi e benefici. Le ristrutturazioni aziendali includono modifiche radicali che potrebbero comportare: riduzione della forza lavoro, cessione di parti dell'attivo superflue, riorganizzazione della struttura aziendale, mutamento della struttura manageriale e altri cambiamenti definiti in base alla natura del business e alla tipologia delle operazioni. Sono legate ad un mix di obiettivi di lungo termine, basato soprattutto su miglioramenti organizzativi, ingresso di nuove tecnologie produttive e semplificazione delle procedure. In ogni caso, non si può evitare di considerare alcuni punti critici quali il fit tra lavoratori e ambiente e il clima di opinione esterno (come nel caso dei disinvestimenti, i quali non godono di ottima opinione da parte del mercato).

## **2.6. Definizione delle strategie.**

Il passo conclusivo nella determinazione delle responsabilità legate al ruolo del management è legato alla definizione delle strategie. Svolgendo un esame complessivo della situazione aziendale, trattato nei sotto-paragrafi precedenti, i manager definiscono una strategia tenendo in considerazione la sostenibilità del lungo periodo. Il programma strategico sarà poi implementato a tutti i livelli aziendali, considerando anche i possibili scostamenti dal piano predefinito. Una strategia di ristrutturazione può assumere aspetti differenti e modellarsi a seconda del contesto in cui sarà sviluppata. Le strategie di risanamento più frequenti (esaminate nel capitolo successivo) si dividono in:

- *produttive*;
- *gestionali*;
- *finanziarie*<sup>34</sup>.

Le *strategie produttive* sono adottate in riferimento al mercato e all'industria: capire la natura e le evoluzioni è importante, soprattutto per comprendere le nuove opportunità strategiche, le forze esterne che le influenzano e le azioni richieste al management per ottenere un vantaggio competitivo. I prodotti e le industrie hanno un loro ciclo di vita. Inoltre, nel corso del tempo, muta l'ambiente

---

<sup>33</sup> Cfr. A. Brickley, J., D. Van Drunen, L., Internal Corporate Restructuring. An Empirical Analysis, Journal of Accounting and Economics, Vol. 12, Issue 1-3, 1990, pp.251-280.

<sup>34</sup> Coda *et al.*, cit pag. 30.

competitivo e la domanda dei consumatori. In molti casi è opportuno adottare un approccio innovativo, considerando alcuni fattori quali: le risorse già presenti all'interno dell'azienda, le possibili innovazioni di prodotto e di processo, l'adeguamento ai cambiamenti tecnologici e la possibilità di sfruttare, nei processi produttivi, economie di scala, di scopo e di gamma inesprese.

Le *strategie gestionali*, invece, hanno l'obiettivo di rendere più efficiente la Corporate Governance in quanto avente un peso importante nelle decisioni di un processo di ristrutturazione. Alcune scelte gestionali possono essere rilevanti in ottica di lungo periodo e riguardare la sostenibilità del processo di risanamento. Soprattutto, è fondamentale definire e controllare i poteri degli amministratori anche con il fine di allineare i loro interessi con quelli degli azionisti.

Infine, si può fare riferimento alle *strategie finanziarie* se i loro obiettivi consistono in: miglioramento delle condizioni di dissesto finanziario, generazione di flussi di cassa, eliminazione di asset superflui e pagamento dei debitori con conseguente riduzione degli oneri finanziari.

### **Conclusioni.**

La definizione del ruolo del management, nonostante all'interno del capitolo se ne evidenzino i punti fondamentali (quali presupposto soggettivo e definizione delle responsabilità), non avviene mai in modo univoco. Può modellarsi a seconda del contesto esterno ed interno, del clima e della tipologia di crisi che è in corso nella singola impresa in questione.

Il management è una figura chiave del processo decisionale che deve soddisfare tutti gli stakeholder che ruotano attorno all'azienda durante il mandato conferitogli. Opera in modo discrezionale nel perseguire nuove strategie ed è fondamentale che chi si ritrova a gestire un processo di ristrutturazione elimini *in primis* i fattori aziendali che hanno causato la crisi, scopra nuove opportunità e le trasformi in vantaggio competitivo. Non sono da escludere eventuali costi di transazione e di agenzia. Il manager, infatti, opera con una razionalità limitata. Inoltre, possono sorgere conflitti di interessi tra manager e altre classi di stakeholder. Quindi, è opportuno un monitoraggio continuo del processo di ristrutturazione al fine di evitare ulteriori oneri.

È fondamentale scegliere un manager basandosi su competenze ed esperienze passate considerando che deve essere rappresentativo di una rottura totale con quanto avvenuto nei periodi antecedenti, cioè con quanto ha contribuito all'entrata in crisi dell'azienda. Esaminato il presupposto soggettivo e le esperienze passate, la scelta di un nuovo esecutivo può risultare vantaggiosa o svantaggiosa. Possono comunque essere commessi errori valutativi: si guardi ad esempio la scarsa dinamicità (che in ristrutturazione aziendale deve essere uno dei fattori soggettivi chiave) come caratteristica personale o la tendenza a seguire schemi di azione preimpostati derivanti da esperienze precedenti

che non sempre rappresentano un fattore positivo in contesti esterni ed interni in costante mutamento ed evoluzione.

La reputazione è una caratteristica importantissima del management soprattutto se opera in un contesto di incertezza ed è importante che questa sia ridotta. Pertanto, è opportuno che sia supportato da tutti i gruppi di stakeholder e dal network esterno, in modo tale che i segnali di cambiamento siano percepiti correttamente.

Le responsabilità esaminate all'interno del capitolo sono definite con l'obiettivo di attuare una ristrutturazione sostenibile. Anche in tale ambito è da tenere in conto che ogni impresa ha una situazione specifica a sé stante. Pertanto, le responsabilità sono variabili in base al contesto in cui si opera.

La ristrutturazione è un processo difficile, dove le caratteristiche fondamentali si legano ad un mutamento radicale rispetto al passato e alla scoperta di nuove opportunità di vantaggio competitivo. In tal caso, non sempre è facile dare una definizione perfetta del ruolo del management. La scelta di una personalità specifica invece che un'altra può causare vantaggi come svantaggi in quanto non esistono individualità perfette ed è possibile commettere errori di selezione delle persone. Vi sono comunque due caratteristiche fondamentali di cui bisogna tener conto nella definizione del ruolo del management:

- rappresentatività di un mutamento rispetto al passato, con il fine di ottenere il supporto da parte di ogni classe di stakeholder e la condivisione di un obiettivo comune in un contesto di incertezza;
- chiarezza e definizione delle responsabilità, in modo tale che il nuovo esecutivo possa avere un'idea chiara dei compiti da portare a termine.

### III. OBIETTIVI DEL MANAGEMENT

In un processo di ristrutturazione aziendale, la figura manageriale è selezionata sulla base di obiettivi da portare a termine, definiti a seconda alla situazione di crisi in cui si trova l'impresa e in ottica di recupero e sviluppo sostenibile di lungo periodo.

L'obiettivo principale consiste nel ripristinare in valore dell'equity, il quale, come esaminato nel capitolo precedente, è negativo in quanto in valore del debito è maggiore dell'*Enterprise Value*. Per portarlo a termine, deve fare in modo di generare flussi di cassa cui valore attuale, scontati ad un certo WACC, permetta all'azienda di migliorare la posizione debitoria, aumentare il valore degli asset e riportare l'*Enterprise Value* a un valore maggiore del debito da cui deriva, pertanto, un *Equity Value* positivo. Ossia:

$$EV = \frac{\sum FC}{(1 + WACC)^n} + TV$$

$$EV > D$$

$$Equity Value = EV - D$$

$$WACC = Ke * \frac{E}{D + E} + Kd * \frac{D}{D + E} * (1 - t)$$

Dove:

EV=Enterprise Value

FC=Flusso di cassa

WACC=Costo Medio Ponderato del Capitale

TV=Terminal Value

D=Debito

E=Capitale Proprio

Ke=Costo del Capitale Proprio

Kd=Costo dell'indebitamento

t=aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Tramite tale metodo qui osservato, è possibile determinare il valore dell'impresa riflettendone il valore intrinseco attraverso l'esame dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow). Rappresenta uno degli approcci più utilizzati per la valutazione d'azienda. Con questa metodologia si individua un'elevata correlazione tra flusso di cassa e indicatori finanziari della compagnia. Il prospetto dei flussi di cassa include tutte le decisioni collegate con l'attività operativa, finanziaria e di investimento dell'azienda ed è correlato ad indicatori come il valore di mercato. L'*Enterprise Value*, indicatore determinato con il metodo del cash flow, è pari al valore attuale del flusso di cassa

prodotto in un periodo di stabilità economica dell'impresa. Se il valore attuale tende ad essere negativo, gli azionisti perdono il capitale investito. Questo avviene come conseguenza di una crisi.

Il management ha come obiettivo principale quello di dimostrare che la ristrutturazione aziendale da lui gestita è fondamentale per la creazione di valore della compagnia. Esaminando la performance azionaria se ne può valutare l'impatto. La massimizzazione del valore del business rappresenta uno dei punti cardine del processo di ristrutturazione aziendale.

L'analisi e la valutazione del prospetto dei flussi di cassa rappresentano una fase fondamentale. È opportuno considerare tutto ciò che influisce sulle entrate e sulle uscite di liquidità valutando non solo i ricavi netti ma anche altri indicatori data la loro influenza sul cash flow (solvibilità, liquidità, ammortamenti, costi del personale, costi diretti di produzione, fatturato, volume delle vendite etc.). Da qui, è possibile valutare l'adequatezza di un metodo di ristrutturazione al netto dei costi sostenuti per l'implementazione del processo e rispettando la seguente condizione:

$$EV + CR > D$$

Con:

CR=Costi di ristrutturazione

Gli obiettivi strategici dell'impresa sono formulati e specificati secondo parametri qualitativi e quantitativi e definendo un orizzonte temporale di riferimento su cui basare la procedura. È importante tener conto delle tempistiche necessarie per completare la ristrutturazione in modo sostenibile e senza creare ulteriori aggravamenti della crisi aziendale in corso.

Inoltre, è opportuno che il management individui, all'interno della stessa azienda, eventuali potenzialità di miglioramento reddituale inesprese attraverso le quali possono generarsi economie di scala, di scopo e di gamma.

È importante, inoltre, scegliere una corretta strategia di miglioramento. In poche parole, la strategia è una direzione generale delle azioni della compagnia, attraverso la quale si seguono gli step prefissati con il fine di raggiungere gli obiettivi pianificati. La decisione avviene esaminando *in primis* la situazione attuale dell'impresa ed analizzandone il relativo portafoglio di business. Pertanto, ne consegue una valutazione dei rischi e della redditività del capitale investito.

Infine, il riorientamento strategico è sviluppato in maniera tale che la ristrutturazione non sia solo una questione temporanea, di breve periodo, ma generi valore sostenibile anche nel lungo periodo.

In un processo di ristrutturazione si può avere comunque una grande varietà di obiettivi, legati, ad esempio, all'aumento della competitività dei costi, all'abbandono di strategie non redditizie, all'eliminazione di parti di business che rappresentano un'uscita di cassa e all'aumento del valore di mercato dell'azienda. Siamo comunque all'interno di un processo dinamico, dove gli investitori rivedono continuamente le loro aspettative riguardo gli effetti delle operazioni e riguardo la profittabilità futura in base ai flussi informativi che ricevono. Rappresenta inoltre una delle sfide più difficili per i manager perché consiste non solo nel miglioramento della posizione finanziaria, della struttura di produttiva e del rendimento del capitale investito ma anche nell'operare in un contesto con molteplici fattori, incluse le restrizioni di qualsiasi tipo (economiche, legali etc.). Quindi, è necessario che sia attuata con obiettivi chiari e definiti, attraverso i quali possono essere comprese tutte le fasi del processo e le metodologie di azione necessarie. Nella determinazione degli obiettivi i manager e gli azionisti hanno un ruolo preponderante: in primo luogo devono accordarsi su cosa non sia soddisfacente, secondo le loro funzioni di utilità, nell'attività corrente dell'impresa e su cosa vogliono ottenere dai cambiamenti strutturali. Dalla definizione di una serie di obiettivi dato un range, dipende il destino della ristrutturazione aziendale. È necessario che siano formulati correttamente, con il fine di raggiungere buoni livelli di ristrutturazione. Un azionista, ad esempio, non dà particolare importanza a variabili come tecnologia, parametri produttivi e volume delle vendite di mercato ma tiene d'occhio il valore del suo investimento, puntando alla crescita stabile della loro ricchezza in contemporanea allo sviluppo dell'impresa. Ristrutturare un'azienda significa inoltre modificare la struttura della compagnia (o, in altre parole, l'organizzazione e la combinazione degli elementi) e le componenti del business sotto l'influenza di fattori esterni ed interni dato anche il peso che hanno sul rendiconto finanziario, considerato lo strumento principale per accorgersi dei primi segnali della crisi e della "minaccia" di fallimento. Manager e investitori hanno il compito di stabilire una soluzione per gestire l'impresa e superare la crisi, favorendo la crescita del valore di mercato: le decisioni devono essere ponderate tramite un'analisi e una valutazione dell'effettività di un particolare metodo di ristrutturazione in un contesto caratterizzato da rischio e incertezza oltre che da una molteplicità di stakeholder.

Definiti gli obiettivi del management e la strategia da implementare, può essere determinato il tipo di ristrutturazione. Questa si divide in:

- *operativa*: riguarda la trasformazione della struttura d'impresa, con l'obiettivo di migliorare la posizione finanziaria in situazioni di crisi ed aumentare la solvibilità. Può essere attuata tramite: riorganizzazione delle risorse interne aziendali, miglior allocazione dei costi, cessione di business non profittevoli etc. Il risultato di tale ristrutturazione consiste nel

rendere l'azienda più semplice dal punto di vista gestionale, mettendo in chiaro da subito le prospettive di gestione e sviluppo del business. Successivamente ad una ristrutturazione, un'impresa dovrà essere più efficiente, presentando un'organizzazione migliore e un focus maggiore sul core business. Infine, è un incentivo per il miglioramento delle attività economiche nel breve periodo e pone le basi per avviare una ristrutturazione strategica.

- *strategica*: consiste nel processo di trasformazione strutturale volto a rendere l'impresa credibile agli occhi degli investitori, espandendo le opportunità di attrarre capitali esterni e aumentando il valore di mercato. Viene attuata stabilendo obiettivi di lungo termine che portano risultati quali l'aumento del valore attuale dei flussi di cassa futuri, della competitività aziendale e del valore dell'equity. Quest'ultimo è considerato l'indicatore più importante in relazione alla produttività del business. Una ristrutturazione, tipicamente, si muove verso questa direzione<sup>35</sup>.

### **1. Produzione di risultati positivi a breve termine.**

La produzione di risultati a breve termine assume una grande rilevanza tra gli obiettivi del management in quanto, tramite ciò, potrà consolidare la fiducia ottenuta e allargare la base dei consensi tra gli stakeholder, rafforzando i legami e le collaborazioni necessarie al fine di compiere ulteriori progressi. La tempestività rappresenta pertanto una condizione fondamentale per riconoscere e risolvere i problemi in un orizzonte temporale differente rispetto alla gestione ordinaria d'impresa.

Infatti, sono incluse tra le cause del fallimento: l'immobilismo del management, la mancanza di tempo e la scarsa implementazione delle strategie di ristrutturazione. Questo suggerisce che il tempo, l'intensità e l'effettiva implementazione della strategia definiscono il successo della risposta del management a un declino della performance. In molti casi ai manager è richiesta una rapidità d'azione per mettere fine al periodo di profitti negativi. Dall'altro lato, i fallimenti possono essere causati da un'inattività dell'esecutivo o da azioni inappropriate, in quanto non sempre una strategia adottata rappresenta una garanzia di recupero. Perché una strategia risulti effettiva deve essere avanzata rapidamente, intensamente e attraverso l'uso delle competenze adeguate. Quindi, risulta opportuno adottare una strategia rapida e che consideri in profondità le criticità aziendali. Il declino aziendale può essere inasprito da una scarsa implementazione della ristrutturazione in quanto la

---

<sup>35</sup> Cfr. Mavlutova, cit. pag. 32.

differenza tra una strategia fallimentare e una strategia di successo potrebbe essere definita più dall'implementazione della procedura che dal suo contenuto effettivo (Hoffman, 1989)<sup>36</sup>.

Inoltre, la logica sottostante al decision-making nel corso del tempo per le attività di ristrutturazione è definita tramite una programmazione dinamica, in quanto l'impostazione degli obiettivi è strettamente legata all'ambiente aziendale e all'interesse effettivo di differenti stakeholder. I parametri e le variabili del processo sono vincolati a necessità specifiche dell'impresa con il fine di facilitare il processo di decision-making<sup>37</sup>.

Il processo di ristrutturazione aziendale può essere diviso in quattro fasi, le quali hanno una durata temporale che dipende da fattori intrinseci all'impresa oltre che al contesto di operatività. Queste consistono in:

1. *Declino*: la fase di declino deriva da un deterioramento della performance finanziaria e del livello di risorse in un'organizzazione (Barker & Duhaime, 1997). L'intensità e la durata del declino sono variabili, dipendendo dalle cause interne o esterne all'azienda. La durata di tale fase dipende inoltre dalla tipologia di intervento che è stata attuata. L'identificazione della possibilità di fallimento, i cambiamenti e le migliori azioni danno maggiori chance per il successo della ristrutturazione ed è importante l'influenza degli stakeholder, soprattutto per la percezione delle prime mosse del management. Da queste, infatti, può scaturire complementarità o conflittualità tra le due controparti menzionate.
2. *Risposta*: la risposta può avvenire attraverso una ristrutturazione strategica oppure operativa. La ristrutturazione *strategica* si focalizza sul cambiamento o sull'aggiustamento del business dell'impresa e consiste in azioni di lungo termine legate a strategie come ad esempio diversificazione, integrazione verticale, modifiche della quota di mercato e investimenti strutturali. La ristrutturazione *operativa* si lega al modo in cui l'impresa gestisce attualmente il business e comprende strategie di breve periodo come taglio dei costi,

---

<sup>36</sup> Cfr. Sudarsanam, S., Lai, J., Corporate Financial Distress and Turnaroung Strategies: An Empirical Analysis, British Journal of Management, Vol.12, Issue 3, September 2001, pp.183-199.

<sup>37</sup> In ogni caso, l'analisi di questi fattori richiede che siano esaminati su più periodi del processo di ristrutturazione. L'evidenza empirica contribuisce a definire l'effettività delle strategie di ristrutturazione basandosi su un campione esaminato abbastanza largo. Però, in ogni caso, le previsioni restano comunque limitate data l'azione in un contesto d'incertezza e di rischio.

riduzione degli asset e generazione dei ricavi. In genere, tale divisione esaminata può significare che le azioni di ristrutturazione devono soprattutto individuare le cause del declino di un'impresa. In altre parole, se il declino è dovuto a cambiamenti strutturali di mercato, la risposta è una ristrutturazione strategica. Se invece le cause sono identificate nell'inefficienza interna, l'impresa deve implementare una ristrutturazione operativa. Chiaramente, le combinazioni di tali ristrutturazioni variano tra business e business, in quanto, a seconda della tipologia, ogni strategia deve poi risultare appropriata. In base alla casistica possono essere applicate entrambe le categorie considerando la sfera d'influenza aziendale, gli obiettivi specifici e il contorno strategico.

3. *Transizione*: è una fase che intercorre tra l'implementazione delle strategie di ristrutturazione e la produzione effettiva di risultati. La lunghezza di questa è importante in quanto, se troppo corta, le strategie selezionate potrebbero non produrre alcun miglioramento sostenibile nel lungo periodo e potrebbero ripresentarsi situazioni di crisi. Se troppo lunga, potrebbero confondersi gli effetti di strategie di lungo periodo con effetti di strategie di breve periodo manifestatisi tardivamente nella fase di transizione. In sostanza, potrebbero esserci errori nella definizione degli effetti delle strategie. In questa fase è opportuno focalizzare l'attenzione su alcune variabili, in quanto è qui che alcune caratteristiche come le soft skill assumono rilevanza. Lo stile manageriale, la struttura della governance, l'orientamento strategico, la presenza in una determinata industria, le qualità e la leadership dei manager si combinano con le azioni individuali, con le caratteristiche e con le abilità delle risorse umane, così come con gli asset intangibili e con le proprietà specifiche intrinseche all'organizzazione: pertanto, risulta tanto complessa quanto rilevante la specificità dei fattori. Le abilità umane e le proprietà dell'organizzazione creano un insieme di interazioni complesse, che vanno oltre le capacità cognitive di coloro che implementano nuove strategie.
4. *Risultato*: nella quarta fase viene misurata la performance e si valuta l'efficacia di una ristrutturazione utilizzando gli stessi indicatori attraverso i quali si è definita la crisi aziendale. Se ne stabilisce quindi il successo o il fallimento. Una visione più bilanciata dell'esito è possibile attraverso una serie di misure che captano differenti dimensioni della performance. In questo modo, emerge una rappresentazione più chiara di quanto accaduto, definendo la profondità e la velocità del recupero o del fallimento. In ogni caso, è sempre

bene considerare determinati requisiti specifici i quali definiscono un punto di svolta effettivo<sup>38</sup>.

Il mutamento del top management può essere visto positivamente dal mercato e potrebbe comportare un miglioramento dal punto di vista degli indicatori reddituali dell'impresa. Affinché sia allargata la base dei consensi e si generi un clima di fiducia e appoggio soprattutto nel breve periodo, le prime due fasi della ristrutturazione aziendale rappresentano un momento cruciale. È bene che il management individui nel breve termine le cause della crisi, implementi un cambiamento e definisca un processo di ristrutturazione ben preciso considerando tutte le categorie di stakeholder. L'immobilismo del management (come prima evidenziato) è una delle cause principali del fallimento. Pertanto, nel breve termine, è opportuno che siano attuate una serie di azioni che pongono le basi per la produzione di risultati positivi anche nel lungo periodo e che si ottenga il consenso dell'ambiente circostante, il quale percepisce un clima positivo e, di conseguenza, adotterà atteggiamenti collaborativi e di sostegno verso la nuova gestione.

## **2. Individuazione di potenzialità di miglioramento reddituale.**

In un processo di ristrutturazione di aziende in crisi è importante che il management individui, all'interno della propria azienda, delle potenzialità reddituali inesprese nel corso del tempo. Una ristrutturazione aziendale punta anche alla generazione di flussi di cassa differenziali in futuro, al di là di quelli previsti dalla gestione ordinaria attuale dell'impresa, attraverso lo sfruttamento di economie di scala, di scopo e di gamma inesprese precedentemente e derivanti dalla riorganizzazione dell'attivo.

Già dalla teoria della *Resource Based View* si evidenzia un ruolo crescente dei fattori specifici dell'impresa sull'eterogeneità della performance, evidenziando le motivazioni concettualmente rilevanti in grado di spiegare l'esistenza di un *firm specific effect*. In tale prospettiva si tende a spiegare anche l'eterogeneità dei rendimenti, i quali dipendono non solo dalla struttura del settore ma anche dal possesso e dall'utilizzo di alcune specifiche risorse, le quali consentono di ottenere rendimenti superiori rispetto a quelli di una situazione di concorrenza perfetta. In tale filone si sono focalizzati gli studi su fattori specifici che collegano la performance al possesso e all'utilizzo delle risorse, interpretando l'impresa come una collezione di risorse da impiegare in maniera eterogenea nei processi produttivi. Non tanto assume rilevanza la presenza di risorse nelle imprese, ma

---

<sup>38</sup> D. Chowdhury, S., Turnarounds: A Stage Theory Perspective, Canadian Journal of Administrative Sciences, Volume 19, Issue 3, September 2002, pp. 249-266.

l'impiego nei processi produttivi. In aggiunta, la presenza di una porzione non utilizzata di servizi estraibili dalle risorse costituisce un'opportunità e un incentivo alla crescita dell'impresa (Penrose, 1959). Inoltre, da tale affermazione ne consegue il fatto che una delle fonti primarie dell'unicità dell'impresa deriva non tanto dalle risorse, che possono essere considerate come un insieme di servizi potenziali, quanto dal loro utilizzo vero e proprio il quale può caratterizzare in maniera eterogenea le diverse imprese. In sintesi, la presenza di elevati gradi di fungibilità costituisce una delle motivazioni alla base dell'eterogeneità delle imprese, derivante dagli impieghi delle medesime risorse. In conseguenza di vantaggi oggettivi o per effetto di una più efficace capacità di analisi e valutazione dei potenziali strategici di una risorsa, le strategie di acquisizione delle risorse determinano differenze sostanziali nella dotazione delle imprese e definiscono l'eterogeneità della performance. È stato poi riconosciuto il ruolo delle competenze aziendali come asset firm-specific, da cui si spiegano le differenze tra le imprese nella gestione delle risorse. Ogni impresa può combinare le risorse in modo complementare e generare capacità strategiche le quali, rispetto ai concorrenti, sono apprezzate sul mercato in quanto generano valore per l'impresa e rendimenti superiori alla media. Al di là della *Resource Based View* è importante che il ruolo del management ne definisca una prospettiva dinamica, che allinei le competenze dell'impresa con le evoluzioni ambientali. L'espressione *dynamic managerial capability* (Adner e Helfat, 2003) fa riferimento alla capacità del manager di creare, estendere o modificare la base delle risorse di un'organizzazione nell'impiego nel sistema di business dell'impresa. Tramite le capacità dinamiche le imprese possono raggiungere e mantenere, nel lungo periodo, un vantaggio competitivo e cogliere le opportunità (o gestire le minacce) provenienti dall'ambiente esterno. Possono dar luogo ad una riconfigurazione degli asset (con l'obiettivo di perpetuare il successo nel tempo) e avviare una definizione di modelli di business più adatti oltre ad una configurazione organizzativa atta a sfruttare nuove opportunità.

In questa situazione, il ruolo del top management è occuparsi della sopravvivenza e della creazione di valore per il futuro. Pertanto, si caratterizza per una funzione strategica e imprenditoriale che si inquadra in attività quali: gestione di asset, gestione di modelli di business, selezioni dei migliori modelli organizzativi e gestionali, decisioni di investimento, stimolo dei processi di innovazione e cambiamento, definizione dei meccanismi operativi e di controllo nonché sviluppo di leadership

organizzativa. In sintesi, le capacità dinamiche consistono nel governare i processi evolutivi dell'impresa legati a cambiamenti ambientali<sup>39</sup>.

Nel processo di ristrutturazione aziendale, con l'obiettivo di individuare potenzialità di miglioramento reddituale, il manager potrebbe modificare l'organizzazione delle attività interne all'impresa. Pertanto, può realizzare e scoprire nuove opportunità per ottenere un'efficienza derivante dalla combinazione di risorse che precedentemente non erano considerate. Il beneficio di individuare potenzialità di miglioramento reddituale deriva dalla produzione di flussi di cassa differenziali per l'impresa, stabili nel corso del tempo. La creazione di valore è variabile a seconda della metodologia seguita per la ristrutturazione e a seconda dell'intensità della strategia. I benefici che potrebbero derivarne sono sia quantitativi che qualitativi oltre che realizzati nel breve periodo come nel lungo periodo. In ogni caso, rimane comunque difficile definire perfettamente un prospetto di flussi di cassa in un momento di incertezza.

Alcuni esempi di potenzialità di miglioramento reddituali possono identificarsi in alcune attività come: cessione di parti dell'attivo che producono uscite di cassa, rafforzamento del core business, riduzione delle asimmetrie informative, riduzione del costo del lavoro, diminuzione dell'inventario, rinegoziazione del debito, abbattimento degli oneri di gestione del portafoglio di business, risparmio su canoni di locazione per servizi superflui, aumento della capacità di ricevere finanziamenti, miglioramento delle relazioni con gli stakeholders, definizione della mission e della vision, definizione di una struttura organizzativa che risponde bene ai cambiamenti del contesto, miglioramento del flusso informativo verso i mercati, miglioramento dell'efficienza della gestione e ricerca di benefici legali e fiscali (Schipper and Smith, 1983)<sup>40</sup>.

Gli effetti di tali attività possono manifestarsi nel lungo periodo, ma non sempre una scelta risulta perfetta. Per esempio, se parliamo di un miglioramento dei sistemi produttivi e dell'utilizzo di tecnologie avanzate o di una maggior efficienza operativa, in contemporanea potrebbe conseguire una riduzione del personale con una produttività maggiore di ogni singolo lavoratore, ma con un morale che potrebbe essere più basso. Se invece avviene una riduzione della forza lavoro, i benefici derivanti dal risparmio sul costo del personale potrebbero manifestarsi solo nel lungo periodo in quanto nel breve periodo vi sarebbero ulteriori oneri come ad esempio l'erogazione di trattamenti di

---

<sup>39</sup> Boccardelli, P., Fontana, F., Corporate Strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita, Ulrico Hoepli Editore S.p.A., Milano, 2015, pagg. 9-18.

<sup>40</sup> Hyderabad, cit.pag.6.

fine rapporto. Inoltre, alcuni studi evidenziano la positività dei disinvestimenti in quanto eliminano l'impatto di economie di scala, di scopo e di gamma negative sui restanti asset. Allo stesso tempo, sono osservati negativamente dai mercati, specialmente nel caso delle imprese più deboli. Pertanto, è opportuno scegliere una soluzione sulla base dell'eccedenza dei benefici rispetto ai costi<sup>41</sup>.

### **3. Scelta di una strategia di risanamento**

La scelta di una strategia di risanamento rappresenta un punto fondamentale negli obiettivi del management, affinché la ristrutturazione sia sostenibile. Avviene attraverso la valutazione di una molteplicità di fattori, attraverso i quali se ne valutano i costi e i benefici, collegando in un rapporto di causa-effetto il reddito operativo e le quantità economiche che lo determinano. Tramite un'analisi di sensitività, è opportuno che il management individui le variabili più incisive mediante le quali definisce le aree d'azione considerando i caratteri dell'efficienza e della sostenibilità.

Pertanto, è importante che il management si focalizzi sulla tipologia di strategia da adottare data la crisi aziendale e la capacità di recupero. La risposta al declino della performance può coprire dei range specifici, considerando ambiti come: manageriale, asset-side, strategico, finanziario, operativo e organizzativo. Può essere definita sia per un orientamento personale del management che per la ricerca di soluzioni specifiche ai problemi interni all'azienda. Le metodologie per puntare al ritorno ad una performance positiva e sostenibile possono essere varie e considerano una pluralità di fattori differenti a seconda delle casistiche. In linea di massima, ogni crisi causa un peggioramento dal punto di vista degli indicatori finanziari e delle risorse specifiche dell'impresa e in ogni caso si delineano varie situazioni dalle quali emerge un bisogno di implementare nuove strategie all'interno dell'azienda.

La scelta di una strategia di ristrutturazione e le ragioni a questa legate hanno assunto una relativa importanza nella letteratura strategica, specialmente in ambito finanziario, tenendo in considerazione:

- l'impatto della struttura di capitali sulle decisioni aziendali (Ofek, 1993);
- l'impatto delle relazioni dell'impresa con istituti di credito e con gli azionisti e la diffusione dell'azionariato (Kang e Shivdasani, 1997). In tal caso, la ricerca ha esaminato in studi successivi anche l'influenza del possesso delle azioni da parte del management, dei

---

<sup>41</sup> Cfr. Lin, Lee, Peterson, cit.pag.8.

pacchetti azionari e della leva finanziaria come determinanti della risposta a un declino della performance<sup>42</sup>;

- i contributi differenti che possono apportare le strategie adottate. Alcune sono implementate in contemporanea mentre altre in maniera sequenziale. Gli effetti sono visibili, in genere, in un periodo successivo ai tre anni dall'implementazione (Denis and Kruse, 2000) e potrebbero essere non riconducibili a una determinata strategia, data l'eterogeneità dei fattori attraverso i quali è definita<sup>43</sup>;
- le cause della ristrutturazione come punto di definizione di appropriate strategie (Schendel e altri, 1976). Gli autori utilizzano il fattore strategico-operativo come mezzo per differenziare le tipologie di crisi economiche, le quali possono derivare da strategie inefficaci, implementate erroneamente, o da inefficienze operative. Più in generale, emerge che la maggior parte delle cause della crisi è legata a ragioni di scarsa efficienza e le ristrutturazioni derivano da necessità strategica;
- il collegamento tra la severità di una crisi aziendale dal punto di vista degli indicatori finanziari e il bisogno di riduzione di costi ed eliminazione di asset superflui (Hofer, 1980). In tale contributo viene riconosciuto il peso del declino aziendale come punto chiave di definizione del processo di ristrutturazione e la riduzione di costi ed asset come componente strategica, evidenziando il concetto di riduzione delle spese. Partendo da tali presupposti, si definisce l'incidenza di una ristrutturazione, selezionando successivamente le appropriate strategie<sup>44</sup>;
- l'utilizzo di variabili multiple rappresentative di una strategia (Hambrick e Schecter, 1983) tenendo in considerazione l'ambito reddituale (asset, costi) e il posizionamento sul mercato (prodotti, market share etc.). In entrambi i casi, tali componenti sono associati ad una ristrutturazione di successo. Si offre un importante contributo alla definizione di efficienza e una buona ristrutturazione rappresenta il risultato di un miglioramento operativo che avviene in contemporanea ad una migliore posizione rispetto ai competitor;

---

<sup>42</sup> Cfr. Sudarsanam, Lai, cit. pag. 45.

<sup>43</sup> Cfr. Lin, B., Lee, Z., G. Gibbs, L., Operational restructuring: reviving an ailing business, *Management Decision*, Vol. 46, Issue 4, 2008, pp. 539-552.

<sup>44</sup> In questo caso, come nel precedente (Schendel e altri, 1976), si tende a separare e classificare le risposte a seconda dell'ambito, che sia questo operativo o strategico. Però, in entrambi gli studi, non si considera né la relazione tra i driver di creazione di valore nella ristrutturazione né le specificità del contesto.

- l'integrazione tra le ragioni della ristrutturazione (legate alle cause della crisi aziendale) e le percezioni manageriali (Griner e altri, 1988). Si esaminano i processi e i risultati delle decisioni strategiche in un contesto di mutamento organizzativo. Ne emerge che le azioni concrete sono adottate solamente in seguito a un forte declino della performance e le attività strategiche mutano significativamente. La risposta avviene a livello operativo, strategico e amministrativo. Inoltre, lo studio offre un buon contributo per definire l'importanza delle fasi di ristrutturazione come determinanti dell'incisività di una strategia di recupero<sup>45</sup>.

La definizione di una strategia da seguire è una responsabilità del management. Presenta, come obiettivi, il superamento delle criticità aziendali accompagnato da una crescita sostenibile nel lungo periodo. A partire dall'area aziendale su cui si delineano, possono suddividersi in:

- *strategie produttive;*
- *strategie gestionali;*
- *strategie finanziarie*<sup>46</sup>.

### **3.1. Strategie produttive.**

Una crisi finanziaria fa riferimento ad una situazione in cui un'impresa si ritrova con un valore del debito superiore al valore del capitale proprio, unitamente ad uno scarso rendimento degli asset. L'impresa non è in grado di generare flussi di cassa derivanti da attività produttive e (specialmente nel lungo periodo) aumenta il rischio di passare da una crisi di liquidità a una crisi di solvibilità. La ristrutturazione aziendale rappresenta una risposta al cambiamento del contesto industriale, il quale riguarda alcune variabili come l'innovazione tecnologica e di prodotto e i cambiamenti dal punto di vista legislativo e della competizione internazionale. Uno scostamento della domanda di mercato e delle aspettative rispetto alle previsioni potrebbero causare un'offerta di prodotto o di servizio fuori contesto, derivante dall'adozione di un modello di business errato.

L'impresa non riesce ad adattarsi ad un nuovo scenario, a differenza dei concorrenti, e perde quindi la propria quota di mercato per ragioni dovute alla mancanza di adeguamenti tecnologici e al mancato sfruttamento di economie di scala, di scopo e di gamma.

---

<sup>45</sup> D.Keith, R., A. Pearce II, J., Turnaround: Retrenchment and Recovery, Strategic Management Journal, Vol. 13, No. 4, May 1992, pp.287-309.

<sup>46</sup> Vedi anche capitolo 2, paragrafo 2.6.

Gli obiettivi del management in questa situazione consistono in: adeguamento alle evoluzioni industriali e ricerca di nuove opportunità. In sostanza, può essere definito come un approccio innovativo con il fine di ristabilire un vantaggio competitivo rispetto al settore in cui si opera.

Pertanto, è opportuno adottare determinate strategie produttive in risposta alla crisi d'impresa.

Le industrie presentano un loro ciclo di vita, all'interno del quale la loro struttura si modifica notevolmente. Esaminando tali trasformazioni, è opportuno che le imprese adeguino le loro strategie affinché vi sia un allineamento temporale e non si corra il rischio di ulteriori fallimenti.

Principalmente, gli adeguamenti derivano da un processo di miglioramento dell'efficienza produttiva e dall'adozione di nuove tecnologie. Questo deve essere il punto chiave della ristrutturazione, accompagnato dalla cessione di porzioni di business superflue, con l'obiettivo di ricreare una posizione strategica. Per contro, il rischio di tali decisioni rimane comunque elevato in quanto, in situazioni di dissesto finanziario, non sempre vi sono nuove opportunità per implementare le strategie produttive dato un periodo di crisi e difficoltà ad investire.

Le opportunità strategiche derivano da una comprensione più ampia della natura e dell'evoluzione dell'industria. Il management può agire per acquisirne i vantaggi.

Il ciclo di vita di un'industria definisce il livello della competizione e della domanda oltre che le opportunità tecnologiche, strategiche e di mercato. La natura di un'industria non è fissa, ma si modifica e si evolve nel corso del tempo. Pertanto, in base allo stadio in cui ci si trova, le industrie possono essere classificate in:

- *Emerging industry*: consistono in industrie nuove (o riformate) le quali nascono come conseguenza di innovazioni tecnologiche, abbattimento dei costi, nuove necessità dei consumatori e altri fattori i quali trasformano un nuovo prodotto (o un nuovo servizio) in un'opportunità potenziale. Presentano incertezza dal punto di vista delle tecnologie e dell'approccio strategico adottato dai partecipanti, accompagnato da una scarsa informativa generale riguardo i competitor, i clienti e le reali circostanze ambientali (market share). La curva di apprendimento è crescente e vi sono alti potenziali di aumento della quota di mercato. Se un'impresa è in crisi in tale industry, è necessario aumentare gli investimenti in ricerca e sviluppo finalizzati all'innovazione di prodotto, dato che possono manifestarsi situazioni di obsolescenza.
- *Maturing industry*: sono industrie caratterizzate da tassi di crescita contenuti rispetto alle emerging e l'obiettivo delle imprese è legato ad un aumento della propria quota di mercato. Vi è però da tenere in considerazione il fatto che ad ogni mossa strategica può corrispondere

una risposta proattiva da parte dei competitor. La crescita è contenuta e siamo in presenza di condizioni di maturità tecnologica e di fidelizzazione delle fasce di consumatori. La crisi d'impresa, in tal caso, può derivare da una sovra-capacità produttiva la quale causa un eccesso di offerta rispetto alla domanda. Le strategie per avviare una ristrutturazione aziendale possono essere definite sulla base di: controllo dei costi, rinnovamento dell'offerta di prodotti e servizi ai clienti, riorientamento della ricerca e definizione di una nuova strategia di marketing.

- *Declining industry*: fa riferimento ad industrie con tasso di crescita negativo, dove le opportunità sono presenti solo per le imprese che sono state in grado di adeguare l'offerta alla domanda. Un'impresa in crisi può comunque riconquistare la sua posizione competitiva attraverso: la creazione di una nuova nicchia di mercato, nuove applicazioni di prodotti, rinnovamento delle strategie di marketing ed esplorazione di nuovi segmenti di mercato. Nell'ultimo caso, questi devono presentare alte potenzialità di crescita<sup>47</sup>.

Le imprese, attraverso varie strategie produttive, devono adeguarsi ai cambiamenti industriali. Tramite approcci innovativi è possibile, in molti casi, definire un proprio vantaggio competitivo prestando particolare attenzione al ciclo di vita dell'industria. Nel caso di industrie emergenti, l'analisi deve basarsi su una vasta collezione di dati riguardanti competitor, clienti e altri fattori rilevanti per ottenere la più vasta informativa possibile in un ambiente caratterizzato dall'incertezza. Se si opera in un'industria matura, la chiave riguarda la razionalizzazione del mix di prodotti e l'applicazione del giusto prezzo, focalizzando l'analisi sui driver di costo con il fine di mantenere la quota di mercato e ridurre il rischio. Infine, in un'industria in declino, lo strumento del marketing è importante per cercare di essere più attrattivi rispetto ai concorrenti. In alternativa, possono essere immessi nuovi prodotti sul mercato con l'obiettivo di introdurre un prodotto di nicchia o coprire eventuali segmenti abbandonati dalle imprese uscenti.

Inoltre, un esempio di strategia adottabile consiste nella *milking strategy*. Questa si basa sulla riduzione degli investimenti e dei costi operativi con l'obiettivo di massimizzare i flussi di cassa nel breve termine. È una strategia che causa riduzioni della quota di mercato ed è appropriata quando la riduzione della performance è contenuta oppure nel caso in cui l'industria presenti un livello dei prezzi stabile. Inoltre, è meno rischiosa dei disinvestimenti in quanto, nel secondo caso, si possono

---

<sup>47</sup> Un'industria in declino può essere rivitalizzata attraverso la nascita di un nuovo prodotto, il quale rende obsoleti i prodotti esistenti e genera un nuovo ciclo industriale. Attraverso l'innovazione può incentivarsi una crescita positiva dell'industria e tramite un nuovo approccio può definirsi una nuova gamma di produzione.

compiere errori di valutazione. Può essere applicata contenendo gli investimenti in settori dove la domanda esiste, la pressione sui prezzi è bassa e l'impresa presenta degli asset specifici.

Infine, se ci troviamo in un'*industria frammentata*, attraverso tale caratteristica possono essere sfruttate delle opportunità strategiche o può implementarsi una ristrutturazione aziendale basata su più fattori, come ad esempio:

- economie di scala derivanti da innovazioni di processo;
- innovazioni di prodotto e di marketing;
- fusioni tra più imprese;
- previsioni dell'evoluzione industriale e degli impatti di cambiamenti socio-economici;
- conquista di una nicchia specifica di mercato<sup>48</sup>.

### **3.2. Strategie gestionali.**

Nella ristrutturazione aziendale un ruolo importante è svolto dalla Corporate Governance. La definizione delle strategie di un'azienda che intraprende un processo di risanamento deve considerare anche un'azione volta ad ottenere una maggior efficienza di tale sistema. Le funzioni di controllo manageriale e di definizione delle politiche da adottare hanno un peso rilevante nella presa di decisioni, anche in ottica di sostenibilità di lungo periodo. In tale ambito, vi è stato un rafforzamento da parte della normativa interna ed esterna al contesto aziendale successivamente ad una serie di casi di fallimenti aziendali (Parmalat, Lehman, Enron etc.) causati dal mancato monitoraggio dell'operato del top management.

Si definisce Corporate Governance di un'azienda l'insieme di quei meccanismi e processi volti a gestire le relazioni con gli stakeholder dell'impresa, determinare la direzione strategica e controllare la performance aziendale. Essa definisce sia i diritti e le responsabilità dei differenti partecipanti che le regole e le procedure per assumere le decisioni aziendali più importanti. Non conta solo la separazione di proprietà e controllo come mezzo per raggiungere gli obiettivi ma bisogna soddisfare le attese di numerosi stakeholder, creando non solo un maggior valore azionario ma anche un insieme di meccanismi e processi interni ed esterni all'impresa i quali sono in grado di tutelare le diverse prerogative coinvolte. Pertanto, le funzioni della Corporate Governance si dividono in:

- *gestione delle relazioni* con gli stakeholder dell'impresa;

---

<sup>48</sup> Cfr. Proctor, T., Corporate Restructuring: the pitfall of changing industry structure, Management Decision, Vol. 39, Issue 3, pp. 197-204.

- *determinazione della direzione strategica*, definendo la mission e la vision aziendali;
- *monitoraggio delle performance aziendali*, giudicando l'effettività delle decisioni e intervenendo qualora si riscontrasse difformità rispetto agli obiettivi predeterminati.

Tale ruolo è svolto dal Consiglio di Amministrazione, il quale si focalizza soprattutto sul monitoraggio dell'operato del management. È opportuno che nella ristrutturazione aziendale si sviluppi un sistema di controlli adeguato, che limiti il comportamento opportunistico dei manager e favorisca la creazione di valore, funzionale al raggiungimento di performance al di sopra della media settoriale. Tra i principali attori appartenenti al sistema della Corporate Governance si possono considerare anche gli azionisti e i manager. La disciplina di tale istituto si evolve inoltre verso la diffusione di buone pratiche, dettate sia dalla normativa aziendale che nazionale<sup>49</sup>.

L'attività di monitoraggio è inoltre garantita da:

- *un sistema di meccanismi interni* all'impresa, i quali rientrano negli strumenti di controllo interno, volti a sondare, stimare e verificare la condotta e le prestazioni dei manager come dei dipendenti. Vi appartengono l'attività di internal auditing e la predisposizione di incentivi finalizzati all'allineamento di interessi tra più parti in conflitto;
- *un sistema di meccanismi di controllo esterno* (Fama, 1980) in grado di esercitare dei controlli adeguati riguardanti il comportamento opportunistico all'interno delle imprese. In questo possono essere inclusi i controlli del mercato di capitali e del mercato del lavoro, se efficienti;
- *azionisti*, se non coinvolti nella gestione aziendale. In tal caso possono svolgere un ruolo attivo nel monitorare l'operato del management. All'aumentare della percentuale delle azioni concentrate nelle loro mani aumenta anche il grado di controllo e di influenza del management tramite il meccanismo di voto. In tal caso, l'obiettivo è di ottenere maggiori guadagni personali e di conseguenza esercitano un controllo più serrato sulla procedura di creazione del valore aziendale<sup>50</sup>.

In riferimento agli esempi elencati precedentemente, le grandi crisi aziendali possono scaturire da atti dolosi, da una cattiva governance aziendale e da inefficienze relative alla gestione delle

---

<sup>49</sup> Boccardelli, Fontana, cit. pag.49, pagg. 281-282.

<sup>50</sup> Boccardelli, Fontana, cit pag.49, pagg 293-297.

relazioni all'interno dell'impresa. È bene che le imprese cerchino di soddisfare gli interessi degli stakeholder attraverso:

- *una gestione trasparente;*
- *una responsabilità sociale.*

Le strategie di ristrutturazione aziendale devono considerare eventuali possibilità di miglioramento dell'efficienza degli strumenti di informazione e comunicazione, con il fine di soddisfare tutti gli stakeholder e muovere l'impresa verso un'etica e una tutela del benessere sociale, il quale può assumere significati diversi a seconda delle categorie di stakeholder. Nelle decisioni di risanamento si cerca di considerare la creazione di valore e la tutela di determinati interessi in capo ai rispettivi portatori, ricercando una soddisfazione uniforme. Ognuno di questi è un soggetto autonomo con diritti, obblighi e responsabilità. Inoltre, ha una percezione della situazione aziendale derivante da uno schema personale e le opzioni di ristrutturazione (o liquidazione) sono valutate in maniera molto soggettiva. La scelta migliore deve essere presa da un soggetto *super partes*, il quale non presenta alcun legame con i centri d'interesse appartenenti all'impresa. Il sistema di Corporate Governance si occupa di presidiare, gestire e verificare *ex-post* l'effettività del processo di ristrutturazione tramite determinati azioni, come:

- percezione della crisi *ex-ante*;
- tentativi di risoluzione, tramite interventi tempestivi e profondi;
- adozione di scelte eque e razionali secondo una visione *super partes*, senza dipendere dagli stakeholder, i quali possono indirizzare il giudizio contribuendo alla definizione di soluzioni sub-ottimali;
- valutazione singolare per ogni stakeholder, tramite la ponderazione degli interessi in base al contributo che apportano nella creazione del valore finale. All'aumentare di quest'ultimo, indirettamente, possono essere compensati gli interessi di stakeholder considerati meno influenti nella sua formazione (dai quali, se maggiormente tutelati, ne sarebbe scaturito un valore finale inferiore) al momento in cui viene ripartito;
- creazione di un valore *ex-post* superiore al valore *ex ante*.

Nella realtà è difficile definire una soluzione ottimale. Tuttavia, un orientamento verso un'equa ponderazione degli interessi e verso una giusta analisi della situazione di crisi rende il processo più trasparente e fornisce inoltre una giustificazione formale delle decisioni assunte<sup>51</sup>.

### 3.3. Strategie finanziarie.

Le strategie collegate all'ambito finanziario in un processo di ristrutturazione aziendale possono essere attuate con diverse modalità, considerando le specificità del contesto aziendale.

In ogni caso, hanno lo scopo di migliorare le condizioni attuali dell'impresa con l'obiettivo di eliminare determinati difetti del passato, incentivando gli investimenti da parte dei nuovi azionisti. Questi ultimi dovranno sborsare del denaro reale presentando ulteriori costi opportunità legati alla rinuncia ad investimenti alternativi. Per farlo, dovranno assicurarsi che siano state eliminate alcune criticità del passato di cui non sono responsabili. Le condizioni che devono verificarsi sono:

- $WACC_{azionista} < Rendimento\ prospettico\ del\ capitale\ investito$ ;
- $ROI > WACC_{azionista}$ .

L'attuazione di queste strategie può avvenire tramite diverse modalità<sup>52</sup>, come:

- rinegoziazione delle condizioni debitorie, mediante operazioni di stralcio, consolidamento e compensazione estintiva (esaminate nel capitolo 1, paragrafo 1.3);
- destinazione degli utili, nel breve periodo, al pagamento dei debiti con il fine di evitare ulteriori pagamenti di imposte che graverebbero sulle condizioni reddituali dell'impresa;
- disinvestimenti.

La strategia di disinvestimento si divide in due tipologie di operazioni:

- *disinvestimento di asset*: che consiste nella cessione di asset fisici e di risorse organizzative;
- *disinvestimento di business*: cessione al mercato di una divisione, di una business unit, di una linea di prodotti o di una subsidiary.

Le decisioni di disinvestimento sono legate a motivazioni di carattere economico, con l'obiettivo di ritrovare una maggior efficienza affinché l'impresa torni ad essere competitiva sul mercato in situazioni di crisi finanziarie. Infatti, è considerata come una soluzione a:

- problemi finanziari o reddituali;

---

<sup>51</sup> Cfr. Dossena, G., Risanamento, governance e stakeholder: gestione di interessi in conflitto e conflitto di interessi, Sinergie n.71, Verona, 2006, pp. 200-211.

<sup>52</sup> L'adozione di una determinata strategia deve tenere in considerazione alcuni fattori come il grado di indebitamento, i problemi di liquidità, il coordinamento delle varie classi di creditori e la forza dell'impatto della crisi.

- previsioni sfavorevoli per il settore;
- miglioramento dell'efficienza interna;
- riconcentrazione sul core business.

Inoltre, le strategie di disinvestimento possono essere classificate in:

1. *Duty-bound divestiture*: riguardano i disinvestimenti legati al contesto esterno all'azienda;
2. *Breakthrough divestiture*: si riferiscono ai disinvestimenti i quali hanno come obiettivo l'ottimizzazione e lo sviluppo del portafoglio di risorse e competenze aziendali al fine di conseguire un vantaggio competitivo coerente con il mutamento delle condizioni di mercato;
3. *Efficient divestiture*: consistono nelle operazioni di disinvestimento legate a ragioni di inefficienza come scarsi risultati reddituali, difficoltà finanziarie ed eccessiva diversificazione. Inoltre, possono essere implementate per correggere le asimmetrie informative ed evitare problemi di selezione avversa.
4. *All-in divestiture*: sono strategie legate al miglioramento della competitività aziendale, alla massima valorizzazione del portafoglio date nuove opportunità offerte dal mercato e al perseguimento dell'efficienza aziendale.

Le modalità attraverso cui si realizza un investimento consistono in:

1. *Sell off*: è la cessione parziale o totale di un business ad un soggetto terzo mediante transazione privata, cui pagamento può avvenire tramite contanti o tramite scambio azionario. Fa riferimento a un trasferimento dell'intera (o parziale) proprietà dell'unità o di attività ad essa riconducibili. Gli asset ceduti includono: segmenti d'impresa, strategic business unit, portafoglio di asset o titoli.
2. *Spin off*: consiste in una vera e propria scissione aziendale realizzata attraverso il trasferimento parziale o totale dalla casa madre di una divisione indipendente, business unit, linea di prodotto o sussidiaria a una o più beneficiarie, preesistenti o di nuova costituzione. Prevede la creazione di una società indipendente, le cui azioni sono distribuite agli azionisti della capogruppo. La casa madre mantiene così il controllo della nuova società senza perdere le relazioni.
3. *Equity carve-out*: fa riferimento a una riorganizzazione aziendale realizzata attraverso il conferimento, da parte della casa madre, di un ramo aziendale in una nuova società (Newco) indipendente e destinata a IPO. L'azionariato di maggioranza appartiene alla casa madre mentre al pubblico viene offerta una quota di minoranza. L'obiettivo è raccogliere facilmente capitali da utilizzare per altre operazioni aziendali o per migliorare la propria situazione debitoria.

Infine, in una ristrutturazione aziendale è opportuno parlare di disinvestimento strategico. Questo presenta, come obiettivi principali, la rifocalizzazione (la quale consiste nell'eliminazione di business periferici con il fine di concentrarsi sul core business) e, in alternativa, il riposizionamento (che riguarda, invece, gli investimenti in un nuovo core business). Se l'azienda è in crisi, il disinvestimento permette di raccogliere fondi per ridurre il debito o per finanziare un cambiamento strategico in grado di rinnovare il percorso di sviluppo e di crescita dell'impresa<sup>53</sup>.

#### **4. Riorientamento strategico dell'impresa.**

Uno degli obiettivi chiave del management nel processo di ristrutturazione è il riorientamento strategico. Questi deve porsi la domanda: in quale direzione e con quale ritmo mi conviene investire? In tal caso, l'obiettivo perseguito consiste nel passaggio dai risultati positivi di breve periodo ad uno sviluppo sostenibile di lungo periodo attraverso un miglioramento sostanziale di efficienza, produttività e valore aggiunto. Infatti, nelle ristrutturazioni aziendali, il riposizionamento e il riorientamento rappresentano delle condizioni necessarie per attuare cambiamenti strutturali volti ad ottenere un recupero che non sia solo temporaneo ma permanente. Pertanto, mediante un mutamento strategico con determinate tattiche di fondo (le quali sono definite a seconda del caso aziendale di riferimento), si cerca di attuare soluzioni chiave con il fine di recuperare la competitività superando l'inerzia organizzativa.

All'interno della letteratura la necessità di un cambiamento strategico come punto di svolta si individua tramite:

- crollo della performance e diminuzione delle risorse aziendali interne;
- esame delle cause della crisi;
- esame della posizione strategica all'interno dell'industria<sup>54</sup>;
- esame, in prospettiva, dei benefici di eventuali azioni strategiche.

Le azioni sono attuate in relazione ai bisogni aziendali. Inoltre, è importante che l'impresa sia predisposta al cambiamento. Tale predisposizione può derivare dal mutamento del top management (Hedberg et al., 1976; Schendel et al., 1976; Starbuck et al., 1978; Grinyer and Spender, 1979a; Hofer,

---

<sup>53</sup> Boccardelli, P, Fontana, F., cit. pag 49, pagg. 163-171.

<sup>54</sup> È importante tenere in considerazione i diretti concorrenti all'interno dell'industria e la performance, la quale deve essere considerata in relazione al mercato e agli indicatori esterni che la influenzano direttamente. Partendo da questo presupposto, è importante che il management implementi azioni le quali migliorino l'efficienza, la posizione dell'impresa e la sua forza industriale.

1980) in quanto attuato anche come segno di rinnovamento rispetto al passato, dato il background e le esperienze precedenti.

Ruolo fondamentale lo giocano anche la disponibilità di risorse adeguate per implementare determinate strategie e la cultura intrinseca all'azienda e al sistema di governance.

Il peso della risposta del management in situazioni di crisi aziendale può essere esaminato attraverso l'esame di indicatori di efficienza che sottolineano cambiamenti della produttività dal punto di vista qualitativo e quantitativo, misurato in termini di indicatori reddituali (EBITDA, MOL etc.). A priori, possono essere svolte delle previsioni con l'obiettivo di definire la direzione in cui gli investimenti risultano essere più convenienti per ottenere i miglioramenti necessari.

In sostanza, nel *turnaround* aziendale, le azioni manageriali dovrebbero seguire politiche di cambiamento sostenibili e definire i livelli di riposizionamento strategico. Il management deve identificare le necessità di miglioramento, superare l'inerzia organizzativa, facilitare la corretta implementazione e tener conto di risorse disponibili e pressioni competitive<sup>55</sup>.

I mutamenti principali possono essere attuati a livello organizzativo, nell'ambito delle risorse umane e sotto il profilo tecnico/produttivo.

#### **4.1. Riposizionamento organizzativo.**

Il riposizionamento organizzativo consiste in un particolare mutamento dell'organizzazione con il fine di adeguarsi ai cambiamenti del contesto esterno ed ottenere un maggior dinamismo in ottica futura. Può avvenire in vari forme, come modifiche nella struttura organizzativa, nei processi, nelle persone e nello sviluppo di relazioni con l'ambiente.

La ristrutturazione aziendale, al momento dell'implementazione, è sottoposta a pressioni derivanti dal contesto organizzativo su cui è importante focalizzare la propria attenzione, soprattutto in un momento di rischio e d'incertezza. Infatti, non sempre risulta semplice adeguarsi ai cambiamenti radicali derivanti da tali procedure che possono interessare più componenti aziendali. L'organizzazione deve essere in grado di rispondere a tali cambiamenti affinché la strategia non risulti un fallimento.

Con l'obiettivo di implementare una strategia di *turnaround* sostenibile, a livello organizzativo è importante considerare due aspetti che potrebbero risultare fondamentali anche in ottica futura:

- *relazioni con l'ambiente esterno;*
- *cultura organizzativa e risorse umane.*

---

<sup>55</sup> Cfr. L. Barker III, V., M. Duhainme, I., Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence, Strategic Management Journal, Vol.18, No. 1, Jan. 1997, pp. 13-38.

Nell'ambito delle relazioni con l'ambiente esterno, è fondamentale che l'impresa diventi in grado di comprendere l'evoluzione delle tecnologie e del mercato con l'obiettivo di essere al passo con i competitor. I manager hanno un ruolo critico nella risposta ai segnali del mercato in quanto decidono l'allocazione delle risorse in risposta ai cambiamenti esterni. Gli investimenti in ricerca e sviluppo, pertanto, sono fondamentali per adeguarsi ai mutamenti tecnologici e alle mosse della concorrenza. In tal senso, è importante che l'impresa identifichi il modo in cui le nuove tecnologie possono essere sviluppate, impiegate e trasferite all'interno di un contesto industriale. È importante, nel lungo periodo, che una parte delle risorse sia destinata in tale ambito con il fine di catturare nuove opportunità in un ambiente competitivo a livello globale in cui la gestione degli asset intangibili ha assunto una grande rilevanza. Da qui nasce la definizione di *dynamic capability*, la quale consiste nella "capacità di un'organizzazione di estendere, creare o modificare intenzionalmente la sua base di risorse" (Helfat et al. 2007). Il mantenimento di questa abilità richiede investimenti continui in ambito R&D e una coordinazione dell'attivo tangibile e intangibile con l'obiettivo di ottenere un vantaggio competitivo sostenibile. Si realizza attraverso la capacità di percepire nuove opportunità, catturarle e gestirle attraverso la combinazione e la riconfigurazione degli asset all'interno dell'impresa. Questo permette all'impresa di ottenere una profittabilità superiore nel lungo periodo<sup>56</sup>. In riferimento alla cultura organizzativa e alle risorse umane, è bene che il manager implementi una struttura adeguata per dividere e coordinare il lavoro. In un ambito dove le risorse umane rappresentano un complesso eterogeneo di abilità ed esperienze, *in primis* è importante che vi sia una chiarezza riguardo le politiche aziendali e le procedure, ottenibile attraverso un corretto flusso informativo. Nell'implementare un processo di ristrutturazione, che comporta mutamenti significativi soprattutto nella direzione strategica, è bene che il management abbia piena conoscenza (e controllo) della struttura, dei sistemi interni e delle soft skill delle persone. Soprattutto, deve individuare da subito le aree interessate dalla nuova strategia sulle quali (allo stesso tempo) la cultura organizzativa rappresenta un fattore critico di successo. A partire da qui, è opportuno individuare gli aspetti organizzativi su cui intervenire con il fine di portare avanti una corretta ristrutturazione. È necessario che il management abbia una forte leadership data la complessità organizzativa e il rischio che un mutamento strategico possa essere rifiutato per via di una scarsa predisposizione al cambiamento. A seconda della strategia, il manager può decidere di: 1) ignorare la cultura organizzativa 2) considerare la cultura cambiando il modo di implementare la strategia 3) provare a modificare la cultura organizzativa per implementare la strategia 4) cambiare la strategia in relazione alla cultura,

---

<sup>56</sup> Cfr. Augier, Teece, cit. pag.24.

modificando i risultati attesi. Ricercare un fit tra l'organizzazione e una nuova strategia è una grande sfida, nella quale è difficile modificare la cultura aziendale e allo stesso tempo ottenere consensi da parte dell'ambiente interno. In tal caso, risulterebbe comunque un processo graduale di adattamento su cui concentrare una parte di risorse e di abilità dei manager, i quali devono conoscere i comportamenti da adottare e prevedere un sistema incentivante per facilitare il mutamento culturale. In tali attività, è importante impostare un set di priorità strategiche significative considerando i fattori chiave affinché si rafforzi la strategia di ristrutturazione. Per concludere, è fondamentale intervenire in questa direzione in quanto un'azione appropriata aiuterebbe a conciliare la strategia con l'organizzazione, aumentando le probabilità di produrre risultati positivi in maniera sostenibile<sup>57</sup>.

#### **4.2. Cambiamenti nell'organizzazione delle risorse umane.**

I mutamenti all'interno dell'organizzazione delle risorse umane in una ristrutturazione aziendale riguardano principalmente le strategie di *downsizing*, le quali consistono nel compiere riorganizzazioni all'interno della forza lavoro con l'obiettivo di ridurre i costi, migliorare la competitività e aumentare l'efficienza.

Il termine *downsizing* racchiude le più svariate categorie di interventi nell'ambito della forza lavoro come tagli, riorganizzazione, riduzione etc. Definisce, quindi, una riduzione della forza lavoro attraverso un set di attività intenzionali con l'obiettivo di migliorare l'efficienza e la performance organizzativa (Appelbaum et al., 1987b; Cameron, 1994a; Cascio, 1993). Influenza direttamente le dimensioni dei costi e della forza lavoro. Infine, fa riferimento a una modifica permanente, a un ridimensionamento del sistema e a una ridefinizione delle politiche aziendali aventi come obiettivo il taglio dei costi per l'attuazione di una strategia proattiva (de Meuse et al., 1994).

Se l'impresa vuole rimanere competitiva all'interno di un mercato globale, spesso e volentieri il downsizing rappresenta una delle poche alternative utili ad evitare crisi aziendali. Altri fattori che possono contribuire a tali decisioni sono legati agli avanzamenti tecnologici<sup>58</sup> e alla minore domanda di lavoratori (Appelbaum et al., 1987a; Wagar, 1997). Quindi, in molti casi, è dovuto a ragioni esterne non controllabili da parte del management.

Infine, secondo gli studi di Appelbaum et al. (1987a) e Cascio et al. (1997) le imprese con una scarsa performance che subiscono perdite finanziarie accompagnate da un flusso di cassa negativo sono

---

<sup>57</sup> Cfr. Schwartz, M. Davis, cit. pag. 20.

<sup>58</sup> Gli avanzamenti tecnologici, in questo caso, rendono obsolete alcune figure di lavoratori soprattutto nell'ambito di gestione del flusso informativo interno ad un'azienda.

molto più propense ad attuare una strategia di downsizing in risposta a vendite decrescenti, aumento dei costi e aumento della competitività del settore.

I risultati attesi da tale strategia sono:

- aumento della competitività aziendale dovuto a un riallineamento con l'ambiente esterno;
- maggior efficienza della struttura interna;
- semplificazione delle procedure interne.

Inoltre, i fattori critici di successo sono:

1. analisi dell'organizzazione nel suo complesso;
2. coinvolgimento di tutti i livelli organizzativi, per definire come attuare la strategia e sensibilizzare, verso il cambiamento, tutte le categorie di lavoratori;
3. comunicazione, con l'obiettivo di trasmettere il messaggio che l'impresa sta sperimentando un cambiamento critico e che il rinnovamento sarà positivo;
4. enfasi, riguardo il potenziale dell'impresa, confrontata con altri competitor.

All'interno della letteratura riguardante il downsizing, sono evidenziate tre strategie che possono essere adottate dall'azienda per muoversi in tale direzione:

1. *riduzione della forza lavoro*, la quale spesso è considerata la prima scelta strategica per le imprese che sperimentano tale soluzione ed include trasferimenti, ricollocazioni, pensionamenti, assegnazione di pacchetti azionari e licenziamenti temporanei. Tale strategia riguarda tutti i livelli organizzativi (Cameron, 1994a);
2. *ridefinizione del lavoro*, che presenta come obiettivo la riduzione del lavoro in contemporanea alla riduzione del numero di impiegati. È una strategia di medio termine implementata gradualmente su più livelli;
3. *strategia sistemica*, avente come obiettivo principale quello di evitare che la riduzione della forza lavoro non si ripeta più in futuro. È una strategia di lungo periodo e consiste nel semplificare tutte le aree aziendali. Consiste, in poche parole, nel rendere più semplice a livello di organizzazione delle risorse umane. Si focalizza in un cambiamento graduale con obiettivi di lungo periodo.

Queste strategie non sono necessariamente indipendenti tra di loro in quanto le imprese possono comunque adottare un approccio costituito da varie componenti.

In ogni caso, in una ristrutturazione d'azienda in crisi, il semplice taglio della forza lavorativa non è sufficiente per ottenere un risultato sostenibile. Le imprese devono migliorare anche la loro

produttività, trattenendo *in primis* i lavoratori che apportano un valore aggiunto più alto all'organizzazione e coinvolgendo tutte le categorie di stakeholder all'interno della decisione<sup>59</sup>.

### **4.3. Cambiamenti nell'organizzazione tecnica e produttiva.**

In una ristrutturazione aziendale, affinché sia mantenuta la produzione di risultati positivi anche nel lungo periodo, il manager può decidere di investire risorse volte a migliorare l'organizzazione tecnica e produttiva. Pertanto, può attuare investimenti in ambito tecnologico con l'obiettivo di mantenere l'impresa competitiva rispetto al mercato e colmare eventuali gap con i concorrenti. Tali strategie si focalizzano sull'innovazione di prodotto e di processo.

Il ciclo di vita tecnologico descrive le dinamiche di tali innovazioni. Nella fase iniziale del ciclo, in cui viene offerta una vasta gamma di prodotti, compiere innovazioni di prodotto permetterebbe il miglioramento della performance operativa.

Quanto affermato precedentemente è valido prima dell'emergere di un "dominant design", dove il prodotto raggiunge la configurazione ottimale sul mercato. Fino a questo momento, l'innovazione di processo non risulta essere rilevante in quanto i processi produttivi sono caratterizzati da: piccola scala, flessibilità e alta specializzazione. Tale approccio si focalizza principalmente sul lato dell'offerta e sulla riduzione di incertezza riguardo una determinata produzione.

Quando il design di un prodotto si stabilizza, l'innovazione si concentra sul processo, in modo tale da diminuire i costi e aumentare la redditività. Nella fase finale del ciclo, l'innovazione diminuisce in entrambi i casi.

Tale approccio è il più diffuso, ma non universale. Non è sempre detto che l'innovazione di prodotto preceda l'innovazione di processo in un ciclo tecnologico. Pertanto, in una ristrutturazione aziendale, è importante che si svolga una valutazione attenta dello status della tecnologia del settore considerando le criticità intrinseche all'azienda dal punto di vista innovativo.

Per quanto riguarda il mercato delle tecnologie emergenti, i potenziali consumatori sono disponibili a pagare un prezzo più alto per avere qualcosa di nuovo. Questo gioca un ruolo fondamentale nel caso in cui si voglia immettere sul mercato un prodotto innovativo. Le imprese dovranno focalizzarsi principalmente sulle caratteristiche specifiche, soprattutto quando sono in grado di influenzarle direttamente<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> H. Appelbaum, S., Everard, A., T. S. Hung., L., Strategic downsizing: critical success factors, Management Decision, Vol. 37, Issue 7, 1999, pp.535-552.

<sup>60</sup> Adner, R., Levinthal, D., Demand Heterogeneity and Technology Evolution: Implications for Product and Process Innovation, Management Science, Vol.47, No.5, 2001, pp.611-628.

## **Conclusioni.**

Il contesto di ristrutturazione di aziende in crisi definisce (come esaminato all'inizio del capitolo) un obiettivo primario per il management legato al ripristino dell'*Enterprise Value* in modo tale che l'*Equity Value* sia positivo e l'azienda possa definirsi ristrutturata.

Tuttavia, questo non deve essere solo un risultato di breve termine: per esempio, è lecito compiere operazioni legate alla rinegoziazione della condizione debitoria (stralcio, consolidamento e compensazione estintiva) e alla rivalutazione dell'attivo con il fine di ottenere cambiamenti dal punto di vista contabile e dare l'impressione che la redditività sia aumentata. Lo stesso discorso potrebbe essere valido per i disinvestimenti. È evidente che in un primo periodo il flusso di cassa legato alla cessione di un ramo d'azienda o di un asset si mostri in miglioramento, ma ciò non garantisce una ristrutturazione sostenibile di lungo periodo.

Perché il processo di *turnaround* sia sostenibile, oltre al target primario citato precedentemente, è opportuno che il management si concentri su una serie di sotto-obiettivi affinché il valore del patrimonio netto e la redditività aziendale siano sostenibili anche in futuro.

La produzione di risultati positivi a breve termine ha come fine quello di migliorare il clima del contesto aziendale, mediante il quale il management può risultare credibile agli occhi degli stakeholder. È chiaro che se l'ambiente nel suo complesso è orientato verso un obiettivo comune, la ristrutturazione si sviluppa in un clima meno ostile anche in ottica di ottenimento di nuove risorse da investire per risolvere i problemi aziendali. È opportuno presentare un piano credibile che mostri risultati positivi sin da subito, in quanto le prime impressioni sono fondamentali per migliorare il sentimento di fiducia verso la nuova gestione.

Un altro dei sotto-obiettivi è l'individuazione di potenzialità di miglioramento reddituali con lo scopo di valorizzare economie di scala, di scopo e di gamma inespresse all'interno dell'azienda partendo da quanto si ha in possesso. È importante esaminare ciò che è già dentro l'azienda ma non è mai stato valorizzato. Si fa riferimento al filone della *Resource Based View*, in cui si evidenzia la tipicità e l'unicità di ogni impresa nel possesso come nella combinazione di risorse tramite le quali si può essere differenti rispetto al resto del mercato. È importante che tale gestione sia dinamica e si cerchi di compiere una riconfigurazione in grado di captare le evoluzioni del mercato. Una combinazione efficiente è in linea con le evoluzioni ambientali e crea valore nel lungo periodo, soprattutto se rispetta i criteri di dinamicità e di flessibilità.

La scelta di una strategia è determinata dalla tipologia di crisi verificatasi nell'impresa.

Successivamente se ne può valutare l'adeguatezza ed è difficile determinare una soluzione con validità assoluta. Le cause della crisi possono essere dovute a carenze dal punto di vista produttivo,

nelle quali non si è al passo con i competitor dell'industria. In tal caso, è importante che l'impresa decida di adottare un orientamento volto a comprendere le evoluzioni del mercato. Altri fattori che possono influire negativamente sulla performance aziendali sono legati a inefficienze nel sistema di Corporate Governance, soprattutto in ambito relazionale, informativo, di monitoraggio e di controllo oltre che ad eventuali conflitti d'interesse tra più categorie di stakeholder interni all'azienda. È opportuno che sia seguita una strategia che preveda miglioramenti dal punto di vista della trasparenza e della responsabilità sociale con l'obiettivo di ridurre eventuali asimmetrie informative. Infine, una crisi aziendale può essere causata da una scarsa redditività dei business per cui è necessario agire in ambito finanziario cercando di compiere disinvestimenti, rinegoziare le passività o destinare eventuali utili alla riduzione del debito. A seconda del caso specifico aziendale dovrà poi essere adottato un particolare tipo di strategia o, in alternativa, definita una strategia "mista" la quale comprende più variabili presenti nei tipi di strategie esaminati e ritagliata in base alle criticità presenti nell'impresa.

Infine, per ottenere la sostenibilità di lungo periodo, il management, dopo aver ottenuto le risorse necessarie e definito un particolare tipo di strategia, deve decidere in che direzione e con che ritmo conviene investire. Anche in questo caso non esiste una soluzione univoca: occorre infatti esaminare le problematiche interne all'azienda per definire la percentuale di destinazione di risorse verso un ambito rispetto ad un altro. Il riposizionamento strategico può essere composto da una serie di investimenti volti a: migliorare nelle *dynamic capability*, per essere al passo con i competitor e con l'ambiente esterno, riorganizzare il personale, al fine di diminuire i costi e aumentare l'efficienza operativa e decidere se optare per l'innovazione di prodotto (o di processo) a seconda del ciclo tecnologico.

Per concludere, al di là della produzione di risultati positivi nel breve periodo da cui può derivare una maggiore credibilità agli occhi dell'ambiente, il compimento di questi sotto-obiettivi definiti sarà verificato nel lungo periodo. Non esiste una soluzione certa o una scelta d'investimento/strategia unica, ma tutto si delinea a seconda del caso in questione. Nel lungo periodo si verificherà l'effettiva uscita dalla crisi mediante la realizzazione dell'obiettivo primario, dovuto a un maggior valore dell'attivo, ad un ammontare di debito ridotto e a dei flussi di cassa positivi stabili. Si potrà affermare se il target principale è compiuto, ma non prima di aver definito una serie di sotto-obiettivi delineati in base alla tipologia e alle caratteristiche dell'azienda in questione.

#### **IV. OBIETTIVI DELL'AZIONISTA E INTERESSE DELL'IMPRESA: UN POSSIBILE CONFLITTO D'INTERESSI CON GLI OBIETTIVI DEL MANAGEMENT.**

Nel corso degli ultimi anni, la Teoria dell'Agenzia si è convertita nel paradigma dominante nella letteratura economica. In primis, si è delineata in base alla relazione tra manager e azionisti per poi rientrare, in seguito, anche nella disciplina del comportamento organizzativo, della teoria organizzativa e della gestione strategica.

Tale teoria definisce l'impresa come un insieme di contratti tra gli stakeholder da cui può derivare un legame implicito ed esplicito. Considerando *l'Agency Theory* e l'ambiente aziendale come punto di partenza, è importante sottolineare:

- gli aspetti relativi ai comportamenti strategici;
- la tipologia di contratti tra manager e stakeholder;
- il monitoraggio e l'evoluzione dei comportamenti.

È possibile definire una relazione come di agenzia se fondata sull'assunto in base al quale una o più persone (principal) contrattano con un'altra persona (agent) affinché siano raggiunti obiettivi specifici a questa delegati. Un'altra caratteristica fondamentale è legata al fatto che gli interessi di principal e agent possono divergere.

Tale divergenza può essere limitata da parte del principal definendo un sistema di incentivi appropriati e incorrendo in costi di monitoraggio con il fine di limitare il comportamento opportunistico dell'agent. A tal proposito potrebbe investire ulteriori risorse per garantire che l'agent non compia determinate azioni o per assicurarsi determinati comportamenti di quest'ultimo. Tali divergenze d'interesse potrebbero non essere eliminate del tutto ma semplicemente ridotte, definendo così una perdita residuale. I costi di monitoraggio e di incentivazione, oltre che la perdita residuale, contribuiscono a formare i costi di agenzia complessivi.

Inoltre, questa teoria sottolinea che il processo di selezione naturale favorisce le strutture di Governance che riducono i costi di agenzia (Fama and Jensen, 1983; Jensen, 1983). A partire da queste, infatti, si definisce il meccanismo di contratti impliciti ed espliciti tra principal e agent, includendo la struttura dell'apparato aziendale interno e i meccanismi di monitoraggio e controllo esterni ed interni. Considerando la relazione tra manager e azionisti, Jensen and Meckling (1976) argomentano che "la teoria dell'agenzia condurrà a una concezione più vasta dell'organizzazione la quale sta omettendo parti relative ad ambiti dell'economia e delle scienze sociali". Partendo da tale assunto, definiscono il contratto tra manager e azionisti solo uno dell'insieme dei contratti che

formano il complesso legale delle imprese moderne. Gli altri contratti che potrebbero essere considerati in un contesto di agenzia fanno riferimento a tutti i vari gruppi d'interesse che ruotano intorno all'impresa.

Dato il peso dei loro interessi, ogni stakeholder è parte di un insieme di contratti espliciti ed impliciti costituenti l'impresa e il manager ha una posizione centrale, di rilievo e primaria all'interno di questi in quanto interagisce con tutti portatori di interessi. Possiede inoltre il controllo diretto sulle decisioni interne all'impresa (ad esclusione di alcune categorie, come gli azionisti, sui quali ha un controllo indiretto). In ogni caso, l'allocazione di valore aggiunto deve rispettare il principio di equità.

L'unicità del ruolo del manager suggerisce che potrebbe essere visto come l'agent di tutti gli stakeholder, i quali assumono le vesti del principal. Inoltre, tramite contratti impliciti come espliciti, si trova a conciliare interessi divergenti, i quali dipendono anche dalla struttura di governance aziendale. La teoria dell'agenzia può assumere, pertanto, diverse forme le derivanti da controparti distinte.

Le divergenze di interessi tra principal e agent possono emergere in quanto differenti gruppi hanno diverse funzioni di utilità. Questo può generare conflitti in termini di allocazione delle risorse ed estende il concetto al di là dei singoli portatori di capitale. Inoltre, il manager opera con una determinata discrezione. Ad esempio, nel caso di distribuzioni degli utili viene massimizzato il benessere degli azionisti, in quanto tale decisione soddisfa a pieno i loro obiettivi. Ma non vi sono solo i portatori di capitali all'interno dell'ambiente aziendale e i centri d'interesse possono essere molteplici. Pertanto, puntando solo alla crescita dell'utile e alla sua distribuzione potrebbero non essere tutelati gli interessi di altri gruppi che ruotano intorno all'azienda. Per esempio, una soddisfazione all'interno dell'ambiente lavorativo e l'attuazione di un insieme di misure volte a tutelare le risorse umane potrebbero portare ad un aumento della produttività, della quale beneficerebbero anche gli azionisti stessi nel lungo periodo<sup>61</sup>.

In ogni caso, se vi sono forti differenze nelle preferenze di manager e di stakeholder può derivarne una *perdita di utilità*. Questa aumenta soprattutto in assenza di meccanismi di incentivazione e monitoraggio finalizzati alla correzione delle divergenze di interessi. Tali perdite causano un aumento dei costi legati al controllo e all'inefficienza.

---

<sup>61</sup> Cfr. Useem, M., Business Restructuring, Management Control, and Corporate Organization, Theory and Society, Vol. 19, No. 6, December 1990, pp.681-707.

A partire da tali presupposti, si possono definire determinati aspetti che delineano: il comportamento strategico dell'impresa, la struttura dei meccanismi di allineamento e le tipologie di contratti impliciti ed espliciti tra manager e stakeholder. Come risultato si ottiene l'evoluzione della Teoria dell'Agenzia, considerando non più il solo rapporto management/azionisti ma includendo anche altri gruppi d'interesse aziendali in tale schema<sup>62</sup>.

Da tale assunto emerge che, in molti casi, le strategie perseguite dai manager sono il riflesso di un volere di determinati stakeholder e del loro legame specifico con il management oltre che del funzionamento di meccanismi di incentivazione e monitoraggio. Di conseguenza, potrebbero derivarne alcune condizioni di squilibrio risolvibili tramite azioni opportune affinché l'impresa crei valore sostenibile nel lungo periodo.

Nelle ristrutturazioni di aziende in crisi i portatori d'interesse sono divisi in più classi, come di seguito elencato:

- *azionisti;*
- *obbligazionisti;*
- *istituti di credito;*
- *Pubblica Amministrazione;*
- *Consiglio di Amministrazione;*
- *dipendenti;*
- *fornitori;*
- *clienti.*

Ciascuna di queste classi:

- ha una propria funzione di utilità;
- è portatrice d'interessi distinti;
- può indirizzare la nomina del *turnaround manager*.

In tale processo, l'interesse superiore da massimizzare riguarda tutti gli stakeholder implicati. Tuttavia, non è da sottovalutare il fatto che una determinata classe di portatori d'interesse possa orientare la nomina del nuovo management. È qui, infatti, che possono sorgere conflitti d'interesse, in quanto il manager potrebbe prediligere gli interessi della classe di stakeholder che lo ha proposto

---

<sup>62</sup> Cfr. W. L. Hill, C., M. Jones, T., Stakeholder-Agency Theory, Journal of Management Studies, Vol.29, No. 2, March 1992, pp. 131-154.

come autore della ristrutturazione. Infine, non sono da escludere eventuali conflitti d'interesse derivanti dall'orientamento personale e dalla funzione di utilità del management, il quale potrebbe attribuire significati distinti alla creazione di valore basandolo sulla produzione e sulla distribuzione degli utili, oppure, in alternativa, sulla crescita dell'impresa.

### 1. Obiettivi dell'azionista.

Nella ristrutturazione aziendale ruolo fondamentale lo gioca l'azionista, il quale è rappresentato come un portatore di capitale con determinati obiettivi. Questi investirà del denaro, puntando a un ritorno sul capitale investito.

Un'azienda in crisi presenta un *Equity Value* negativo. L'azionista non è presente e quindi deve essere reintegrato, tramite un nuovo ingresso o tramite un secondo investimento da parte del preesistente. La ricapitalizzazione di un'azienda in crisi è dovuta ad alcuni fattori che determinano l'attrattività dal punto di vista degli investimenti come:

- valutazione di un piano di ristrutturazione;
- mutamento del management, attraverso l'ingresso di un team credibile;
- miglioramento della situazione debitoria.

La *valutazione del piano di ristrutturazione*, fondamentale affinché l'azionista torni ad apportare capitale, avviene tramite il verificarsi delle seguenti condizioni:

$$EV + CR > D$$
$$EV = \frac{\sum FC}{(1 + WACC)^n}$$
$$VAr > VAl$$

Con:

EV=Enterprise Value

WACC=Costo Medio Ponderato del Capitale

VAr=Valore Attuale Piano di Ristrutturazione

VAl=Valore Attuale Piano di Liquidazione

Il WACC è determinato considerando la prospettiva going concern. Inoltre, il *miglioramento della situazione debitoria* come incentivo a nuovi reintegri di capitale è dovuto al fatto che il nuovo azionista non vorrà investire qualora non fossero eliminati tutti i difetti del passato di cui non ha responsabilità.

Se il nuovo azionista è un *investitore industriale*, questi investirà con due obiettivi:

- superamento della concorrenza;
- ricerca di economie di scala, di scopo e di gamma.

Pertanto compirà tre azioni:

- valutazione del piano industriale;
- valutazione di potenziali vantaggi di integrazione;
- verifica della condizione  $V_{Avantaggi} > 0$ .

Se invece siamo in presenza di un *investitore finanziario* come ad esempio banche d'investimento, fondi di private equity, compagnie assicurative e fondi pensionistici il loro scopo è un ritorno sul capitale investito tramite percezione di dividendi e plusvalenze da cessione di quote. La creazione diretta del valore, dal loro punto di vista, si basa quindi su tali indicatori di performance e tramite ciò puntano ad ampliare la quota di mercato e superare la concorrenza.

Il nuovo portatore di capitale ha un costo opportunità, mediante il quale deve valutare la convenienza ad investire in un'azienda in ristrutturazione invece che in un'altra con il fine di massimizzare i propri interessi. Il valore creato in prospettiva futura si focalizza sui flussi di cassa previsti, attraverso i quali può percepire i dividendi e, in caso di eventuale crescita del prezzo azionario, ottenere dei capital gain in transazioni sui mercati. Deve considerarsi, quindi, il profitto al netto dei costi basato su determinate previsioni in un contesto d'incertezza.

La convenienza a investire è determinata da queste due condizioni:

$$WACC_{azionista} < Rendimento\ prospettico\ del\ capitale\ investito$$

$$ROI > WACC_{azionista}$$

In ogni caso, l'interesse principale del gruppo di azionisti è la ricerca di un rendimento sul capitale investito. Questa potrebbe non essere la priorità di altri portatori di interesse, in quanto non lo considerano il criterio base per valutare il successo di una ristrutturazione aziendale.

Potrebbero sorgere *conflitti d'interesse* soprattutto se la nomina del management avviene tramite la proposta degli azionisti, che siano essi già presenti o meno nell'impresa. In tal caso potrebbe generarsi un'alleanza strategica attraverso la quale i portatori di capitale sarebbero privilegiati rispetto ad altri stakeholder. Il rischio principale deriva dal fatto che i top manager cercheranno in tutti i modi di creare un utile distribuibile a discapito di altri portatori di interessi. Quindi, la crescita non sarà dovuta all'aumento della produttività e, allo stesso tempo, del valore intrinseco del prodotto, ma a mera speculazione. La performance risulterebbe percepita e non realizzata<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> I manager potrebbero risultare più propensi a tali comportamenti nel caso in cui la loro fonte principale di remunerazione deriva da Stock Option Plan, in quanto sarebbero più attratti dalle variazioni del prezzo azionario che da altri fattori.

Tale creazione di valore, considerata l'obiettivo principale dei nuovi portatori di capitale, può anche avvenire correttamente in relazione alle azioni adottate per conseguirla. In sostanza, è opportuno che siano rispettati i limiti legali e le norme etiche per la distribuzione dei profitti, le quali solitamente sono alla base della creazione di norme legali<sup>64</sup>.

Ulteriori divergenze potrebbero emergere anche per via di differenti orizzonti temporali per la massimizzazione dei profitti. Possono esservi, infatti, differenze interne alle stesse classi di azionariato in quanto potrebbero considerare diversamente il concetto di massimizzazione del valore o adottare un criterio temporale distinto. Inoltre, è opportuno esaminare le intenzioni alla base della scelta degli investitori, le quali possono consistere in: vendita con l'obiettivo di guadagnare sulla differenza di prezzo o percezione di utili<sup>65</sup>.

Per concludere, conflitti d'interesse possono sorgere anche se il management preferisce soddisfare gli interessi di una classe di azionariato rispetto ad un'altra a seconda della categoria di shareholder che ne propone la nomina.

## **2. Interesse dell'impresa.**

L'interesse dell'impresa in un processo di ristrutturazione aziendale è basato su una molteplicità di interessi appartenenti alle varie classi di stakeholder presenti al di fuori degli azionisti (obbligazionisti, istituti di credito, fornitori, Pubblica Amministrazione, Consiglieri di Amministrazione, dipendenti, clienti). Questi definiscono i propri interessi a seconda dei benefici personali e il management è responsabile delle sue azioni anche nei loro confronti. Deve quindi considerare l'impatto delle decisioni su più gruppi d'interesse con aspettative distinte. Pertanto, è importante che in un clima così delicato vi siano condizioni di trasparenza e di dialogo.

Il top management deve quindi bilanciare interessi distinti in maniera equa, che siano considerati singolarmente o come parte di un network. È importante valutare le priorità e contestualizzarle in modo tale che possano assumere un valore primario come secondario. Gli stakeholder possono avere uno specifico interesse legato all'attività aziendale oppure possono influenzarne l'andamento facendo valere il proprio orientamento. In una ristrutturazione aziendale, successivamente alla nomina del nuovo management, le strategie potrebbero essere dettate da una classe specifica di portatori

---

<sup>64</sup> Cfr. Koslowsky, P., The Limits of Shareholder Value, Journal of Business Ethics, Vol. 27, No. 1-2, Business Challenging Business Ethics: New Instrument for Coping with Diversity in International Business: The 12th Annual EBEN Conference, September 2000, pp. 137-148.

<sup>65</sup> Cfr. Loderer, C., Roth, L., Waelchli, U., Joerg, P., Shareholder Value: Principles, Declarations and Actions, Financial Management, Volume 39, Issue 1, Spring 2010, pp. 5-32.

d'interesse la quale ha influenzato la nomina del nuovo direttivo. Questi potrebbe privilegiare una determinata classe di stakeholder rispetto ad un'altra.

Attraverso l'influenza delle azioni e delle decisioni, potrebbe stabilirsi una relazione di interdipendenza tra manager e stakeholder. Per evitare l'insorgere di conflitti d'interesse, è opportuno che il management agisca tenendo in considerazione tutti i portatori d'interesse, vedendoli come parti che contribuiscono alla creazione di valore per l'azienda. Inoltre, anche i Consiglieri di Amministrazione giocano un ruolo chiave rappresentando gli stakeholder nel loro complesso e avendo come obiettivo primario la creazione di valore per gli azionisti.

Le pratiche di strategia aziendale devono sempre e comunque indirizzare verso una buona gestione, che tenga conto dell'eterogeneità dell'ambiente circostante e non generi una sorta di "relazione contrattuale" che prediliga una categoria rispetto alle altre. L'approccio deve rappresentare una gestione etica che cerchi di integrare interessi molteplici nelle pratiche di Corporate Governance. In molti sistemi, inoltre, si sono creati dei gruppi rappresentativi dei vari stakeholder all'interno degli stessi Consigli di Amministrazione<sup>66</sup>. L'impegno deve poi basarsi su concetti come giustizia ed equità, i quali devono essere validi anche nel lungo periodo.

Una strategia di sviluppo sostenibile riconosce i bisogni di molteplici categorie di portatori di interesse e si muove su un sentiero preciso per conseguirlo. Pertanto, fa riferimento al concetto di sostenibilità con il fine di integrare la strategia su più livelli aziendali, creando valore non solo per gli azionisti ma per tutto l'ambiente circostante. I vari centri d'interesse devono essere considerati come fonte di valore aggiunto e come parti che contribuiscono al conseguimento degli obiettivi in un contesto d'incertezza, dove l'abbattimento dei problemi d'agenzia rappresenta uno dei passi più importanti da compiere.

I concetti di etica e razionalità assumono un ruolo rilevante: è a partire da questi, infatti, che l'impresa deve poi muoversi per raggiungere degli obiettivi primari.

La strategia di ristrutturazione deve migliorare l'immagine, la competitività e la reputazione aziendale implementando una procedura che assicuri uno sviluppo qualitativo dell'impresa. Tutto l'ambiente circostante deve trarre beneficio dal processo di risanamento. In sostanza, è bene che la redditività si concili con la sostenibilità, ottenendo così una crescita sostenibile di lungo periodo e senza privilegiare un interesse rispetto ad un altro, nel contesto esterno come interno.

---

<sup>66</sup> Cfr. Fassin, Y., Stakeholder Management, Reciprocity and Stakeholder Responsibility, *Journal of Business Ethics*, vol. 109, No.1, Stakeholder Theory(ies): Ethical Ideas and Managerial Action, pp.83-96.

Infine, il piano strategico deve essere flessibile e adattabile ai mutamenti contestuali, considerando molteplici interessi in ottica di miglioramento della produttività e dell'efficienza aziendale, sviluppando un servizio più sostenibile e riducendo i costi di transazione derivanti da particolari conflitti d'interesse. Il miglioramento deve essere non solo finanziario, ma anche competitivo e la strategia deve modellarsi integrando nel suo ambito di copertura tutti i livelli di stakeholder societari affinché siano uniti verso un obiettivo comune e verso la creazione di valore aggiunto. Tramite i criteri di equità e sostenibilità possono crearsi nuove opportunità e nuovi benefici<sup>67</sup>.

Nella maggior parte dei casi, in un contesto di ristrutturazione aziendale gli interessi dell'impresa nel suo complesso vanno al di là della semplice distribuzione di utili. Tenendo in considerazione particolari categorie di stakeholder, si basano principalmente su:

- continuità dell'attività aziendale;
- miglioramento della situazione debitoria;
- crescita sostenibile nel lungo periodo.

### **2.1. Continuità dell'attività aziendale.**

La continuità dell'attività aziendale riguarda la conservazione del valore degli asset aziendali attraverso una programmazione che produce flussi di cassa positivi tramite i quali è possibile migliorare la situazione debitoria dell'impresa e attuare un cambiamento rispetto al passato.

Il concetto di continuità aziendale ha importanza sia dal punto di vista contabile che manageriale in quanto riconcilia le aspettative del management con la contabilizzazione degli asset. In primis, il manager deve avere agire in ottica di continuità aziendale e non di liquidazione (la quale non deve essere neanche considerata). Gli obiettivi richiesti al management riguardano il mantenimento dell'attività aziendale in prospettiva futura e una linea di ragionamento in soluzione di continuità. Deve quindi esservi ottimismo e le valutazioni devono avvenire in guardando al futuro. È bene pertanto che, contabilmente, siano valorizzati i benefici futuri di componenti dell'attivo presumendo l'esistenza dell'impresa.

Tutto ciò avviene solamente in ottica previsionale e devono esser poste determinate condizioni affinché si verifichi la continuità aziendale. La vision dell'impresa deve quindi puntare al successo. In alternativa, basare le previsioni su quanto accaduto in passato può generare un clima di negatività legato ad uno scarso rendimento degli asset. Questi ultimi devono essere valorizzati, dando una percezione di cambiamento che ne rappresenti il successo in quanto non avrebbe senso proseguire

---

<sup>67</sup> Cfr. J. Baumgartner, R., Rauter, R., Strategic perspectives of corporate sustainability management to develop a sustainable organization, Journal of Cleaner Production, Elsevier Ltd., No 140, 2017, pp. 81-92.

l'attività aziendale se l'impresa continuasse a subire perdite. La trasformazione deve avvenire con il fine di ottenere una maggior profittabilità, attraverso la quale si recuperano i costi tramite i ricavi in modo sostenibile e senza subire perdite.

Benefici futuri e continuità sono la chiave del proseguimento dell'attività aziendale e devono essere sostenuti da solide basi, superando così il clima di sfiducia generatosi in passato. Pertanto, la pianificazione della ristrutturazione deve prevedere un'attività stabile accompagnata da una crescita costante.

Infine, fa riferimento a previsioni future in un contesto d'incertezza, tenendo in considerazione le probabilità di un eventuale fallimento ed il contesto interno ed esterno. Deve quindi basarsi su misure conosciute a priori le quali possono risentire di determinati cambiamenti<sup>68</sup>.

Le classi di stakeholder per le quali assume un'importanza rilevante la continuità aziendale sono:

- *dipendenti*;
- *fornitori*.

Nel caso dei *dipendenti*, questi hanno interesse nella continuità aziendale in quanto, in caso di mancata cessazione dell'attività, possono mantenere il loro posto di lavoro. Nelle ristrutturazioni aziendali sono visti frequentemente come un fattore di costo, la cui riduzione può generare un incremento dei profitti in quanto maggiormente controllabile rispetto ad altre variabili.

Il management deve essere abile nel riorganizzare la forza lavoro con l'obiettivo di ottenere un'efficienza produttiva generando benefici sia per i lavoratori che per l'azienda nel suo complesso. Tramite un aumento dell'efficienza produttiva, infatti, può ottenersi un miglioramento dal punto di vista della creazione di nuove economie di scala, di scopo e di gamma tutelando così la crescita organica dell'impresa. Quindi, è opportuno bilanciare una molteplicità d'interessi soprattutto dal punto di vista del lavoro e del capitale.

La ristrutturazione aziendale influenza direttamente la forza lavoro, modificandone le caratteristiche e l'incidenza. Una riorganizzazione deve essere compiuta non solo tramite un aumento temporaneo dei guadagni dovuto ad una riduzione di spese ma anche compiendo riallocazioni di risorse umane per migliorare la produttività.

Le cause della crisi spesso e volentieri si legano ad un'organizzazione non efficiente del personale e riguardano gli individui come le divisioni. L'organigramma potrebbe essere impostato in maniera non adeguata e tramite un processo di *turnaround* è opportuno che si decida su quali risorse investire in

---

<sup>68</sup> Cfr. R. Sterling, R., The Going Concern: An Examination, The Accounting Review, Vol. 43, No.3, July 1968, pp. 481-502.

maniera prioritaria, avendo come target principale la crescita organica dell'impresa. Ruolo fondamentale lo giocano anche le variabili contestuali: non esistono ristrutturazioni perfette, ed è sempre opportuno compiere una valutazione obiettiva delle tipologie, delle circostanze e dei fattori congiunturali in un contesto d'incertezza. In ogni caso, tramite un ricollocamento rappresentativo di un mutamento rispetto al passato, il guadagno potrebbe manifestarsi sia per gli azionisti che per l'impresa nel suo complesso e in maniera non transitoria<sup>69</sup>.

Ciononostante, potrebbero presentarsi delle situazioni di *conflitto d'interesse*. Supponiamo che la nomina del *turnaround* manager sia proposta dagli stessi dipendenti oppure dalle loro associazioni rappresentative (sindacati etc.): in tal caso, l'obiettivo principale del management potrebbe essere il mantenimento dei posti di lavoro.

In questa situazione, il manager potrebbe essere poco propenso ad attuare una riduzione della forza lavoro oppure, in alternativa, una riorganizzazione, mantenendo le stesse identiche posizioni lavorative. Questo condurrebbe ad una ristrutturazione non ottimale, in quanto, se presenti, non sarebbero eliminate le inefficienze in ambito lavorativo e tantomeno si andrebbero ad eliminare dei costi superflui legati alle risorse umane. In poche parole, a prescindere dall'esito, si privilegiano gli interessi del personale. Qualora tale ambito presentasse alcune criticità in virtù di una crescita sostenibile nel lungo periodo, queste non sarebbero risolte.

L'interesse nella continuità dell'attività aziendale vi è anche da parte dei *fornitori*, in particolare quando l'impresa è l'unico cliente. Se l'azienda entrasse in fallimento, automaticamente anche questi avrebbero lo stesso destino in quanto potrebbero non avere mercati alternativi per la vendita dei loro prodotti.

In ogni caso, loro sono titolari di un credito verso l'azienda in crisi che potrebbero riscuotere, perdere o consolidare a seconda di un piano di risanamento prestabilito. Il consolidamento, per tali stakeholder, avviene tramite il prolungamento del periodo di dilazione aumentando i giorni di pagamento.

La continuità dell'attività aziendale aumenterebbe le probabilità di riscossione del credito anche tramite l'adozione di condizioni più favorevoli per l'impresa.

Potrebbe verificarsi una situazione di *conflitto d'interessi* qualora siano i fornitori o una particolare categoria di questi a influenzare la nomina del management. Nel piano di risanamento potrebbero:

---

<sup>69</sup> Cfr. Froud, J., Haslam, C., Sukhdev, J., Williams, K., Restructuring for shareholder value and its implication for labour, Cambridge Journal of Economics, Vol. 24, No. 6, SPECIAL ISSUE ON SOCIAL JUSTICE AND ECONOMIC EFFICIENCY, November 2000, pp. 771-797.

- essere privilegiate delle passività di ammontare insignificante rispetto al totale dei debiti;
- essere privilegiati dei debiti verso fornitori i quali non presentano un rischio di fallimento correlato all'andamento economico dell'impresa;
- essere rimborsati dei debiti che presentano una scadenza superiore rispetto ad altri, aumentando così il rischio di azione revocatoria da parte di altri creditori.

In sostanza, si andrebbe ad attribuire la priorità a determinate categorie di portatori d'interessi a discapito di altre, pregiudicando in tal modo la qualità del processo di ristrutturazione aziendale dal punto di vista dell'equità e della sostenibilità, considerando anche la situazione e il contesto di operatività.

## **2.2. Miglioramento della situazione debitoria.**

Il miglioramento della situazione debitoria è un interesse dell'impresa volto a:

- incentivare nuovi investimenti, data l'eliminazione di alcuni difetti del passato;
- garantire la continuità dell'attività aziendale;
- favorire la crescita dell'*Equity Value*.

All'interno del passivo vi sono varie categorie di debiti i quali potrebbero presentare diverse caratteristiche, come ad esempio:

- presenza di interessi e altri oneri finanziari;
- assenza di garanzie derivanti da collateral;
- presenza di controparti come istituti di credito e obbligazionisti.

Con il fine di ottenere condizioni debitorie più favorevoli e avviare il processo di ripristino dell'*Equity Value*, il management presenterà un piano industriale. I creditori aziendali dovranno essere favorevoli. Pertanto, deve rispettare determinate condizioni:

- valore attuale del progetto di ristrutturazione maggiore del valore attuale di un'eventuale liquidazione<sup>70</sup>;
- presenza di nuove opportunità di crescita in prospettiva futura;
- riduzione di asimmetrie informative, in modo tale da favorire la valutazione di costi e benefici in un contesto d'incertezza.

I creditori dovranno valutare le opzioni di stralcio, consolidamento e compensazione estintiva. Al di là della valutazione del piano di ristrutturazione, questi presentano una propria funzione di utilità. Ad

---

<sup>70</sup> Il valore attuale di liquidazione è determinato considerando i flussi di cassa derivanti dalla cessione di componenti dell'attivo e la creazione di valore legata ad un'allocazione alternativa degli asset sul mercato. È possibile che gli asset, se impiegati in modo distinto, presentino una produttività maggiore.

esempio, qualora decidessero di trasformare in *Equity* il proprio debito, dovranno valutare le performance e le prospettive di crescita future dell'impresa. Il loro obiettivo è massimizzare la loro utilità effettuando una valutazione finanziaria. In alternativa, in base al valore attuale di tale operazioni, possono optare per il consolidamento o per la compensazione estintiva a seconda della convenienza.

In ogni caso, è importante che prima della crisi si compia una ristrutturazione preventiva del debito evitando i rischi di un eventuale fallimento. È ottimale agire prima sul debito e poi sulla struttura di capitale con il fine di ridurre il rischio di default e ricercare soluzioni alternative alla liquidazione. Bisogna considerare inoltre la presenza di differenti classi di creditori con interessi molteplici che dovranno prendere una decisione. Pertanto, deve esservi coordinazione tra priorità e gruppi di creditori.

Il futuro dell'impresa rimane comunque incerto: la crisi potrebbe avere lungo corso, ed è opportuno che si risolva in maniera efficiente.

La parola sulla credibilità di un piano spetta ai creditori, soprattutto in presenza di possibilità di recupero e di benefici futuri superiori ai costi<sup>71</sup>.

Le controparti interessate al miglioramento della situazione debitoria, al di là dei fornitori già menzionati nel sottoparagrafo precedente e degli azionisti di cui si è ampiamente parlato nel paragrafo 1, sono:

- *istituti di credito;*
- *obbligazionisti;*
- *Pubblica Amministrazione.*

Anche in questo caso possono sorgere *conflitti di interessi*. Supponiamo che la nomina del management avvenga su proposta degli istituti di credito o di una parte di questi. In tal caso, vi è il rischio che il *turnaround* manager agisca nell'interesse di tale categoria di stakeholder, compiendo azioni non ottimali in ottica di sostenibilità dell'evoluzione del processo di ristrutturazione, come ad esempio:

- privilegiare il rimborso dei debiti verso banche, i quali vengono antergati rispetto a debiti tributari, verso fornitori e verso obbligazionisti anche in assenza di specifiche priorità. Potrebbe non considerarsi, ad esempio, il rischio di fallimento di fornitori che hanno come unico cliente l'azienda in crisi o eventuali azioni di recupero forzato da parte di enti statali e

---

<sup>71</sup> Cfr. Kahal, M., Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation, The Journal Of Finance, Vol. LVII, No. 1, February 2002, pp. 135-168.

obbligazionisti nel caso in cui il loro periodo di rimborso abbia una scadenza inferiore rispetto agli istituti di credito.

- privilegiare la generazione di utili distribuibili, favorendo la creazione di valore per gli azionisti qualora gli istituti di credito optassero, in riferimento alla maggioranza dei loro debiti, per la compensazione estintiva;
- destinare gli utili al risanamento delle passività finanziarie. Tale opzione risulterebbe privilegiata rispetto alla distribuzione ai soci, i quali potrebbero non ottenere un ritorno sul capitale investito contrariamente alle loro aspettative.

Analogamente, se la selezione dei manager incaricati avviene su indirizzo degli obbligazionisti, è questa categoria di passività che potrebbe risultare privilegiata rispetto alle altre, creando così un'altra tipologia di *conflitto di interessi*. Eventuali utili o plusvalenze potrebbero essere destinati al risanamento di debiti obbligazionari comprensivi di quota interesse e quota capitale a discapito di altre categorie menzionate precedentemente e con ulteriori rischi specifici.

Infine, una situazione di *conflitto di interessi* potrebbe crearsi qualora sia la Pubblica Amministrazione ad orientare la scelta di un *turnaround* manager. In questo caso, vi è il rischio che si manifestino due situazioni particolari:

- *nel breve periodo*, i debiti tributari potrebbero essere privilegiati rispetto ad altre categorie, a prescindere dalle scadenze. Potrebbero così manifestarsi le varie criticità esaminate in precedenza. In tal caso, la destinazione di eventuali utili sarebbe interamente a copertura di passività fiscali, anche in presenza di possibilità di cancellazione o rottamazione di cartelle;
- *nel lungo periodo*, qualora la crescita sia sostenibile e produttiva di utili, il management potrebbe privilegiare la distribuzione di utili rispetto al reinvestimento o alla copertura di eventuali passività generando così un reddito fiscalmente imponibile. In tal caso, si manifesterebbero ulteriori oneri fiscali che avrebbero effetto negativo sul rendiconto finanziario di cui beneficerebbe la Pubblica Amministrazione.

Anche qui, analogamente a quanto esaminato nel sottoparagrafo precedente, potrebbero essere privilegiate alcune classi di stakeholder rispetto ad altre con il rischio di pregiudicare un processo di ristrutturazione aziendale in termini di equità e di sviluppo sostenibile.

### **2.3.Crescita sostenibile nel lungo periodo.**

Successivamente all'implementazione di un processo di ristrutturazione aziendale, la crescita dell'impresa non deve essere solamente un fenomeno sporadico e limitato al breve periodo. Infatti, devono essere eliminate del tutto le cause della crisi evitando nuove ricadute in futuro.

La sostenibilità è intesa come "l'abilità di soddisfare i bisogni dell'azienda nel presente senza privarne le generazioni future", generando una performance positiva anche in ambito sociale e ambientale.

Analogamente, uno sviluppo sostenibile si manifesta in modo equo, prudente e sicuro tramite una gestione che punta al soddisfacimento delle necessità degli investitori come degli altri portatori d'interesse: in sostanza, il beneficio sostenibile riguarda tutto il contesto aziendale.

Secondo il punto di vista dei manager, può essere considerata come:

- *un mandato morale;*
- *un requisito legale;*
- *un costo per mantenere la legittimazione dell'attività d'impresa;*
- *un mezzo per cogliere opportunità economiche diminuendo rischi e oneri futuri, al di là dell'aumento della quota di mercato nel lungo periodo tramite innovazione.*

In molti casi, è considerata inconciliabile con l'obiettivo di creazione di valore per gli azionisti, inquadrando il tutto come una rinuncia ai profitti per arrivare al benessere collettivo. In questa situazione vengono sottostimate le opportunità strategiche che si otterrebbero conciliando la sostenibilità con la distribuzione degli utili ai soci.

In un contesto di competizione globale, attraverso la definizione di strategie sostenibili possono essere identificati i mezzi e le pratiche opportune da seguire in tale aspetto e, simultaneamente, può crearsi valore per gli investitori.

Gli stakeholder sono da considerare come una fonte di opportunità, identificando la collaborazione come mezzo per creare valore e definire una traiettoria per la crescita futura. In un contesto di mutamenti a livello globale, tramite la conciliazione di interessi anche in termini di definizione di priorità ed allocazione di risorse, una strategia collaborativa può essere adeguata per tracciare un sentiero competitivo su più dimensioni dell'impresa, ricercando soluzioni a problemi ambientali e di sviluppo per il futuro.

Esaminando i centri d'interesse nel loro complesso, questi possono essere definiti come un insieme di pratiche e strategie tramite le quali:

- *ridurre i rischi;*
- *aumentare la legittimazione;*
- *migliorare la reputazione;*
- *accelerare l'innovazione;*
- *cristallizzare i punti di crescita e le traiettorie fondamentali con l'obiettivo di creare valore per gli azionisti.*

Il manager, affinché si manifesti una ristrutturazione sostenibile anche nel lungo termine, ha un potere decisionale sulle azioni e sulle iniziative da attuare. È opportuno scoprire nuove opportunità, valutarle ed implementarle approfonditamente anche con l'obiettivo di creare vantaggi rispetto ai competitor. A tal fine è necessaria una programmazione che definisca l'ammontare e la tipologia di investimenti

tramite una valutazione attuata con misure e criteri distinti e tenendo in considerazione i ricavi e la profittabilità come indicatori di valutazione di progetti disegnati per la crescita su tutti i livelli aziendali. Sono quindi importanti le correlazioni tra più indicatori in un contesto complesso dove per il management risulta difficile soddisfare l'interesse complessivo di tutte le componenti dell'ambiente aziendale. I miglioramenti di quanto è già in possesso dell'impresa e le opportunità associate ai cambiamenti tecnologici e di mercato sono fonti di sviluppo sostenibile di cui potrebbero beneficiare anche gli azionisti nel lungo periodo: ciononostante, risulta essere uno degli aspetti più sottovalutati nella crescita aziendale<sup>72</sup>.

Per concludere, potrebbe crearsi un *conflitto di interessi* con i clienti qualora il management non sia orientato verso uno sviluppo sostenibile. La relazione con la comunità esterna è importante anche in ottica di legittimazione e reputazione del brand in quanto l'apparenza dell'impresa e l'opinione della clientela giocano un ruolo fondamentale anche in termini di ricavi delle vendite. L'orientamento dei consumatori, nelle loro funzioni di preferenza verso l'acquisto di un prodotto, potrebbe infatti prendere le distanze da imprese che presentino una scarsa reputazione dal punto di vista della sostenibilità e adottino politiche che prediligano una determinata classe di portatori d'interessi rispetto ad altre<sup>73</sup>.

### **3. Possibile conflitto d'interessi con gli obiettivi del management.**

Nei paragrafi precedenti si è avuto modo di esaminare i conflitti di interessi che potrebbero manifestarsi all'interno di un processo di ristrutturazione aziendale considerando i casi in cui la scelta di un *turnaround* manager avviene seguendo la proposta di una determinata categoria di stakeholder. Questo paragrafo prenderà in considerazione una tipologia di conflitto d'interessi che potrebbe generarsi in base alla personalità del management, esaminata sulla base della propria funzione di utilità personale e del significato che attribuisce alla creazione di valore. La personalità di un management è definita, principalmente, a seconda delle proprie esperienze, conoscenze e competenze personali unite ad eventuali trascorsi in contesti di amministrazione ordinaria e straordinaria come nel caso della ristrutturazione aziendale.

---

<sup>72</sup> Cfr. L. Hart, S., B. Milstein, Caggiano, J., *Creating Sustainable Value [and Executive Commentary]*, The Academy of Management Executive (1993-2005), Academy of Management, Vol.17, No.2, May 2003, pp. 56-69.

<sup>73</sup> Si considerino, ad esempio, le imprese che, al fine di perseguire l'obiettivo di produzione di utili, non rispettano le soglie d'inquinamento ambientale oppure violano la normativa in termini di norme sul diritto del lavoro. La Corporate Social Responsibility (CSR) assume un ruolo rilevante in tali situazioni.

In uno schema complesso di combinazione dei tratti esaminati precedentemente si definisce, al di là della personalità, anche l'orientamento del management che si divide a sua volta in:

- *orientamento al profitto;*
- *orientamento alla crescita dell'impresa.*

### **3.1. Il valore per il management: orientamento al profitto e orientamento alla crescita dell'impresa.**

La separazione del management dagli azionisti, specialmente nelle grandi imprese, ha sollevato due questioni: cosa desiderano effettivamente gli investitori? Che effetti ha l'orientamento manageriale sull'azienda considerata nel suo complesso?

Inoltre, Gordon Donaldson sottolinea la differenza tra un manager come professionista e un manager come azionista, ponendo due interrogativi: hanno una percezione del business distinta? E soprattutto, che ruolo hanno e quali sono i loro compiti/obiettivi principali?

Il management può percepire valore in due modi differenti: se orientato al profitto, assume importanza primaria la produzione di utili, con conseguente distribuzione di dividendi e creazione di valore per gli azionisti; se orientato alla crescita dell'impresa, è invece fondamentale la massimizzazione del tasso di crescita aziendale, associando il valore all'aumento delle vendite piuttosto che alla generazione di risultati positivi.

Gli obiettivi principali hanno natura finanziaria se il manager ha una preferenza per il profitto, mentre se la sua funzione di utilità è legata alla crescita aziendale hanno natura commerciale.

Le divergenze di questi atteggiamenti manageriali si riflettono nelle politiche decisionali, influenzandole notevolmente: se orientato verso l'impresa, la sua politica ha come punto cardine il posizionamento sul mercato mentre se orientato verso il profitto consiste nell'ottenimento di risultati positivi e nella remunerazione degli investitori.

Un manager può muoversi attraverso questi due estremi, tendendo più a un lato che all'altro e decidendo di dare maggior importanza ad una determinata categoria di stakeholder (clienti, fornitori, dipendenti, azionisti etc.).

Lo studio di Donaldson precedentemente citato definisce l'orientamento manageriale tramite un punteggio in scala da 1 a 6 e compiendo un'indagine empirica basata sulla personalità del management, arrivando alla conclusione che la maggioranza degli esecutivi ha una tendenza centrale: attribuiscono quindi pari importanza alla creazione di profitti e alle pressioni ambientali degli stakeholder.

In ogni caso l'orientamento dei manager influenza le decisioni:

- 1) *negli obiettivi*: se un manager è orientato al profitto, potrebbe focalizzarsi sul conseguimento del profitto ottimale, mentre, se orientato alla crescita aziendale, potrebbe avere come obiettivo la stabilizzazione delle operazioni aziendali;
- 2) *nei driver di valore*: se orientato al profitto, potrebbe attribuire valore ai driver di profitto, mentre, se orientato alla crescita aziendale, potrebbe valorizzare maggiormente la market share;
- 3) *nella focalizzazione sui centri d'interesse*: se orientato al profitto, i portatori d'interesse a cui attribuisce importanza maggiore potrebbero essere gli azionisti, mentre, se orientato alla crescita aziendale, potrebbe considerare maggiormente altri stakeholder come clienti, dipendenti etc.;
- 4) *nella valutazione della performance*: se orientato al profitto, potrebbe dare maggior importanza alla redditività del capitale investito (ROE) mentre, se orientato alla crescita, il suo indicatore di riferimento potrebbe essere la redditività delle vendite (ROS);
- 5) *nella valutazione dell'efficacia delle decisioni*: se orientato al profitto potrebbe valutare l'efficacia delle decisioni prendendo come indicatore di riferimento l'impatto sulla profittabilità della compagnia, mentre, se orientato alla crescita, potrebbe considerare l'impatto sulle linee di prodotto;
- 6) *nella definizione di un budget*: se orientato al profitto, nella definizione di un budget gli obiettivi di profitto potrebbero assumere rilevanza primaria, mentre, se orientato alla crescita, i punti cardine potrebbero essere gli obiettivi di vendita<sup>74</sup>.

**Tabella 6, Orientamento del manager<sup>75</sup>.**

<b>Ambito</b>	<b>Orientamento al profitto</b>	<b>Orientamento alla crescita aziendale</b>
<b>Obiettivi</b>	Profitto ottimale	Stabilizzazione operazioni aziendali
<b>Driver di valore</b>	Driver di profitto	Market share
<b>Portatori di interessi</b>	Azionisti	Clienti, Dipendenti etc.
<b>Valutazione di performance</b>	Redditività del capitale investito (ROE)	Redditività delle vendite (ROS)
<b>Valutazione di efficacia delle decisioni</b>	Su profittabilità della compagnia	Su linee di prodotto
<b>Budget</b>	Obiettivi di profitto	Obiettivi di vendita

Fonte: S. Liao, S., *Shareholder-Oriented Managers versus Entity-Oriented Managers*, *Financial Analyst Journal*, Vol.31, No.6, CFA Institute, Nov. - Dec. 1975, pp. 62-71.

<sup>74</sup> Cfr. S. Liao, S., *Shareholder-Oriented Managers versus Entity-Oriented Managers*, *Financial Analyst Journal*, Vol.31, No.6, CFA Institute, November - December 1975, pp. 62-71.

<sup>75</sup> Tabella elaborata dall'autore.

In sostanza, anche in un processo di ristrutturazione aziendale possono crearsi conflitti di interessi legati alle differenze di orientamento del management e potrebbero verificarsi le situazioni esaminate nei paragrafi precedenti anche se l'orientamento alla crescita aziendale nel suo complesso deve necessariamente tenere in considerazione tutti gli stakeholder al di fuori dell'azionariato<sup>76</sup>.

Per concludere, è bene che si equilibrino le due esigenze cercando di massimizzare il profitto e ponendo le basi per un futuro sostenibile: partendo da questi presupposti, è fondamentale che gli executive soddisfino le aspettative degli investitori e traccino un sentiero attraverso cui potrà essere definito lo status quo dell'impresa nel lungo periodo.

### **3.2. Obiettivi dell'azionista privilegiati rispetto agli obiettivi dell'impresa.**

L'obiettivo della massimizzazione del profitto è in genere attribuito alla proprietà dell'impresa, ovvero a coloro che investono del capitale all'interno di un processo di ristrutturazione aziendale. Il management, se orientato al profitto, tende a privilegiare la categoria degli azionisti rispetto ad altre categorie dell'impresa quali lavoratori, creditori, dirigenti etc.

A partire dalle teorie dell'impresa (Scitovsky) risulta normale che l'imprenditore cerchi, in maniera razionale, di massimizzare il proprio profitto attraverso la massimizzazione del suo reddito residuo al netto di tutti i costi e in aggiunta al reddito normale derivante dalla supervisione della sua attività. Questo potrebbe essere considerato un indice del loro successo, definito attraverso l'unità di misura della moneta. In caso di pareggio, il suo unico reddito deriverà solamente dai guadagni della supervisione. Tale assunto fa riferimento inoltre alla funzione di utilità personale<sup>77</sup>.

In un sistema economico come gli Stati Uniti i profitti realizzati, se positivi, sono rappresentativi del successo e della vitalità aziendale: è sufficiente raggiungerli e non importa come. Tale applicazione avviene in un sistema di mercato impersonale e può essere completamente indipendente dai processi di decisione delle unità individuali, dalle motivazioni e dalla consapevolezza di operare con questo criterio da parte degli individui.

---

<sup>76</sup> Non è da escludere l'eventuale presenza di un azionariato eterogeneo all'interno del quale vi sono portatori di interessi distinti con funzioni di utilità differenti. Non è detto che tutti gli azionisti abbiano uno stesso interesse: per esempio, alcuni puntano ad un ritorno sul capitale investito nel breve periodo mentre altri presentano un orizzonte temporale più lungo per ottenere guadagni.

<sup>77</sup> Scitovsky, T., Una nota sulla massimizzazione dei profitti e sulle sue implicazioni, in Problemi di teoria dell'impresa, a cura di Cardani, A., Pedol, U., Gruppo Editoriale Fabbri-Bompiani, etas S.p.A, Sonzogno, 1980, pagg. 12-19.

I profitti positivi si considerano assegnati a coloro che si siano dimostrati migliori dei loro concorrenti effettivi, a prescindere dalla logica di fondo o dalla razionalità applicata. Il successo, pertanto, non richiede alcuna motivazione particolare.

I limiti di tale teoria sono dovuti a:

- scarsa definizione di un criterio decisionale;
- mancata considerazione della dinamicità dell'ambiente e della molteplicità dei fattori;
- mancata considerazione dell'incertezza nelle scelte;
- importanza unica della superiorità rispetto ai diretti concorrenti;
- assenza di un processo di trial and error che converga verso una posizione di ottimo.

Nei sistemi economici che si muovono su tale assunto sopravvive solo chi ottiene profitti positivi e non è in perdita. I risultati positivi sono indice di sopravvivenza e di superiorità relativa anche se avvengono senza nessuna motivazione chiara o per circostanze fortuite in un contesto d'incertezza.

L'orientamento verso la massimizzazione del profitto perde di significato al passaggio da un ambiente statico a un ambiente dinamico nel quale i risultati possono essere solamente relativi e non è detto che una soluzione semplicistica sia perfetta o abbia validità assoluta.

Si parte dal presupposto che il sistema economico scelga le azioni esplorative generate dalla ricerca del successo o dei profitti. In condizioni d'incertezza, il criterio del massimo profitto è una scelta tra azioni alternative cui risultati potenziali sono descrivibili solo come una distribuzione e non come singolo ammontare<sup>78</sup>.

L'orientamento al profitto quindi può, anche per ragioni teoriche, privilegiare la classe degli azionisti soprattutto se la personalità del management risulta orientata verso risultati positivi da cui deriva una creazione di valore per gli shareholder. Per concludere, situazioni di conflitto d'interesse esaminate nel paragrafo 1 e riguardanti la propensione verso gli obiettivi dell'azionariato possono manifestarsi anche per le caratteristiche personali degli executive, con l'emergere di ulteriori limiti del processo di crescita aziendale in termini di qualità e di sostenibilità.

### **3.3. Obiettivi dell'impresa privilegiati rispetto agli obiettivi dell'azionista.**

Qualora il management, per orientamento personale, prediliga gli obiettivi dell'impresa rispetto agli obiettivi dell'azionista, *in primis* tenderà ad aumentare le vendite e ad accrescere la quota di mercato. Il conflitto di interessi con gli azionisti è legato alla preferenza al reinvestimento degli utili

---

<sup>78</sup> A. Alchian, A., Incertezza, evoluzione e teoria economica, in Problemi di teoria dell'impresa, a cura di Cardani, A., Pedol, U., Gruppo Editoriale Fabbri-Bompiani, etas S.p.A, Sonzogno, 1980, pagg. 20-36.

in nuovi progetti piuttosto che alla distribuzione ai soci, i quali otterrebbero una remunerazione del capitale investito inferiore alle aspettative.

Inizia quindi a differenziarsi la concezione dell'unicità dell'obiettivo dell'impresa legato solo alla produzione di utili, il quale dovrebbe essere interessante unicamente gli azionisti. Secondo Beal e Means, i manager hanno obiettivi propri che potrebbero essere in contrasto con quelli della proprietà. Iniziò a concepirsi la separazione di proprietà e controllo, con quest'ultimo in mano alla classe dirigente<sup>79</sup>.

In ogni caso, il profitto non è l'unico aspetto della performance dell'impresa e non può essere l'unico indicatore di cui tener conto dal punto di vista economico. Mosen e Downs si focalizzano sulle imprese controllate dai manager, le quali presentano le seguenti caratteristiche:

- maggior avversione al rischio;
- maggiore stabilità nella politica degli investimenti con un tasso di crescita più contenuto;
- promozione di politiche con l'obiettivo di mantenere costante la crescita degli utili da distribuire agli azionisti;
- maggiore sensibilità alle critiche, da cui ne consegue una maggior apertura al dialogo con l'ambiente circostante.

Tali imprese tenderanno ad investire preferendo la continuità aziendale rispetto alla redditività.

Se il controllo appartiene ai proprietari, invece, il management cercherà di perseguire politiche più favorevoli agli azionisti<sup>80</sup>.

Baumol ipotizza che l'obiettivo dell'impresa sia la massimizzazione delle vendite, in quanto i dirigenti potrebbero essere soddisfatti della crescita dell'impresa considerando il profitto come vincolo operativo. Il limite di questa teoria è che, qualora il profitto scenda sotto un certo limite, il mercato azionario potrebbe non vedere la cosa di buon occhio e potrebbero essere cedute azioni poco redditizie. In tal caso, l'impresa può essere oggetto di acquisizioni in quanto gli investitori potrebbero notare potenzialità reddituali inesprese. Inoltre, l'acquisizione potrebbe comportare la sostituzione dei dirigenti.

---

<sup>79</sup> Non si esclude che possano essere proprietari di pacchetti azionari che spesso e volentieri ne garantiscono la maggioranza in assemblea.

<sup>80</sup> J. Kania, J., R. McKean, Proprietà, controllo e la moderna società per azioni: un'analisi del comportamento, in Problemi di teoria dell'impresa, a cura di Cardani, A., Pedol, U., Gruppo Editoriale Fabbri-Bompiani, etas S.p.A, Sonzogno, 1980, pagg. 114-134.

Marris invece considera come punto fondamentale della funzione di utilità dei dirigenti il tasso di crescita dell'impresa: in base ad una ricerca empirica, gli stipendi maggiori premiano i dirigenti più abili nel far crescere rapidamente le dimensioni dell'impresa. I limiti di tale assunzione si basano sull'inadeguatezza della struttura aziendale nel sostenere una crescita rapida. Di conseguenza, potrebbero essere commessi degli errori come ad esempio nella funzione ricerca e sviluppo. Questa deve infatti affrontare una molteplicità di richieste derivanti dalla nascita di nuovi prodotti e dall'accesso in nuovi mercati e potrebbe non operare efficientemente. In sostanza, la crescita aziendale può essere una buona soluzione a patto che sia sostenuta e controllata.

Nel modello di Williamson si lega il comportamento dei manager alla loro discrezionalità attraverso una misura quantitativa della loro funzione di utilità, utilizzando come parametri di riferimento il salario, lo status sociale, la sicurezza, il prestigio e il potere.

In ogni caso, tutti e tre i modelli seguono la logica della massimizzazione vincolata del profitto e della discrezionalità dei dirigenti, avallando l'ipotesi della separazione tra proprietà e controllo<sup>81</sup>.

Qualora l'orientamento del manager sia definito dalla propensione a massimizzare le vendite, il profitto potrebbe non essere più considerato come un vincolo ma come una variabile strumentale, ossia come un mezzo per ottenere il capitale necessario al fine di aumentare l'espansione aziendale. Quest'ultimo può essere raccolto in parte tramite la ritenzione degli utili e in parte tramite il pagamento dei dividendi, ma solo con l'obiettivo di indurre gli investitori ad apportare altro capitale. In sostanza, per proseguire nella espansione, è opportuno che l'impresa raggiunga un profitto minimo compatibile con i reinvestimenti atti a finanziare una crescita futura: in altre parole, è necessario conseguire un flusso intermedio di profitto compatibile con le strategie produttive dell'azienda.

Concludendo, in un processo di ristrutturazione aziendale l'orientamento del management verso la crescita della quota di mercato e del volume delle vendite potrebbe essere in conflitto con i portatori di capitale i quali vedrebbero un ritorno sul capitale investito al di sotto delle aspettative. Inoltre, tale situazione potrebbe creare problemi al reparto ricerca e sviluppo perché dovrebbe intensificare il lavoro con il fine di accelerare la scoperta di nuovi prodotti e nuovi segmenti di mercato<sup>82</sup>. Quindi, anche la personalità del management, in contrasto con gli obiettivi di determinati portatori d'interesse, potrebbe rappresentare un ostacolo in termini di qualità e sostenibilità della ristrutturazione aziendale.

---

<sup>81</sup> M. Cardani, A., Le teorie moderne dell'impresa, in Problemi di teoria dell'impresa, a cura di Cardani, A., Pedol, U., Gruppo Editoriale Fabbri-Bompiani, etas S.p.A, Sonzogno, 1980, pagg. 39-47.

<sup>82</sup> J. Baumol, W., Sulla teoria dell'oligopolio, in Problemi di teoria dell'impresa, a cura di Cardani, A., Pedol, U., Gruppo Editoriale Fabbri-Bompiani, etas S.p.A, Sonzogno, 1980, pp.48-63.

## **Conclusioni.**

La Teoria dell'Agencia è da considerarsi una delle più importanti all'interno della letteratura economica. Questa si diffonde su più livelli a partire dalla singola tipologia di mandato esaminata in ambito civilistico fino ad arrivare alle ristrutturazioni aziendali. Gli azionisti sono considerati come principal mentre i manager come agent: questi ultimi agiscono in base a un rapporto contrattuale con gli shareholder. Eventuali asimmetrie informative potrebbero incentivare comportamenti opportunisti da parte degli agent e far lievitare i costi di monitoraggio e di transazione.

*L'Agency Theory* fa riferimento inoltre ai meccanismi di Corporate Governance e all'efficienza dei sistemi informativi e di controllo interni all'impresa. Questo è valido nella gestione aziendale ordinaria come straordinaria. Pertanto, il processo di ristrutturazione aziendale non ne è esente.

Il mutamento dei componenti del top management è rappresentativo dell'adozione di nuove linee guida, ossia di un qualcosa che sia rappresentativo di un cambiamento rispetto al passato. Si cerca di inviare, agli stakeholder come all'opinione pubblica, un segnale basato sulla qualità e sulla reputazione delle personalità che dovranno essere i protagonisti del processo. Da un lato, però, un nuovo team di executive non è esente da eventuali conflitti d'interesse, i quali potrebbero manifestarsi nel corso del tempo e pregiudicare la qualità come la sostenibilità delle ristrutturazioni di aziende in crisi.

Il conflitto d'interesse è un argomento delicato che potrebbe manifestarsi sotto più svariate forme e provocare effetti rilevanti o non rilevanti. Pertanto, è bene che si adottino le dovute precauzioni e si considerino, anche in ottica di valutazione aziendale in prospettiva futura, eventuali rischi legati ad un'azione (da parte del management) che privilegi determinati portatori d'interesse rispetto ad altri. L'obiettivo è evitare che si verifichino determinate situazioni o che si riduca la probabilità di accadimento.

Nel capitolo si sono evidenziate due casistiche particolari, distinguendo il conflitto di interessi a seconda dell'origine. Si fa riferimento infatti:

- al rischio di un eventuale conflitto di interessi legato alla proposta di nomina del management da parte di una determinata categoria di stakeholder;
- al rischio di un eventuale conflitto d'interessi legato alla personalità del management.

La gestione aziendale in un contesto di ristrutturazione del debito avviene in un clima d'incertezza, dove non è sicuro che le scelte compiute si rivelino le migliori nel lungo termine come non è certo che si manifestino i rischi legati a comportamenti opportunisti derivanti da asimmetrie informative, preferenza di una classe di portatori d'interesse rispetto ad un'altra e caratteristiche personali.

Tuttavia, eventuali azioni che causerebbero iniquità nel contesto aziendale rischierebbero di pregiudicare la ristrutturazione del debito attraverso il presentarsi di determinate situazioni esaminate

precedentemente, soprattutto se consistono nella risposta alle priorità di un determinato centro d'interesse nel momento in cui queste ultime non risultino essere rilevanti ai fini della risoluzione di una crisi aziendale.

In ogni caso, non esistono decisioni perfette o decisioni che assicurino il successo di una ristrutturazione aziendale. Partendo da tale presupposto, è fondamentale che il management risponda simultaneamente a più portatori di interesse che siano esterni come interni all'azienda ma soprattutto che sia percepito un clima di equità tra le varie classi di stakeholder. Tenendo in considerazione che il processo di *turnaround* è attuato in un contesto incerto e dinamico, dove non sempre il manager può essere sicuro della correttezza delle sue decisioni, è bene che si agisca, nel breve come nel lungo periodo, con il sostegno di tutte le categorie esaminate. D'altronde, non potendo essere garantita l'adeguatezza di una decisione implementata in ottica futura, si può almeno agire in modo tale che tutti gli individui coinvolti siano orientati, insieme al management, verso un obiettivo comune in quanto la coesione e l'aiuto reciproco possono facilitarne il conseguimento.

## V. SISTEMI DI REMUNERAZIONE DEL MANAGEMENT: QUALI STRUMENTI UTILIZZARE PER ALLINEARE GLI INTERESSI.

Nel corso della gestione aziendale è possibile utilizzare alcuni strumenti per allineare gli interessi di management, impresa e azionisti. A tal fine, i più diffusi sono:

- *Management by Objective (MBO)*;
- *Long Term Incentive Plan (LTIP)*;
- *Stock Option Plan (SOP)*.

Tale assunto è valido sia in un contesto di gestione ordinaria d'impresa che straordinaria, come nel caso della ristrutturazione di aziende in crisi. In tale situazione, gli obiettivi primari su cui adattare la componente remunerativa (vedi capitolo III) sono:

- generazione di flussi di cassa positivi, i quali, scontati ad un determinato WACC, permettano all'azienda di migliorare la propria situazione debitoria;
- aumento del valore dell'attivo;
- ripristino dell'*Equity Value*, riportando l'*Enterprise Value* ad un ammontare maggiore rispetto al debito.

Inoltre, non è sufficiente considerare solamente gli obiettivi qui menzionati nell'assegnazione di incentivi derivanti da tali strumenti. Altre variabili su cui basare la componente remunerativa sono legate, per esempio, a fattori temporali e ad indicatori relativi alla generazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

Le finalità principali<sup>83</sup> perseguite da tali schemi, appartenenti alle componenti di remunerazione variabili e oggetto di esame in questo capitolo, sono:

- incentivare gli sforzi delle risorse umane coinvolte per indirizzarne le energie fisiche e/o intellettuali verso il conseguimento di risultati significativi;
- riconoscere e premiare le prestazioni eccellenti in termini di risultati conseguiti, competenze sviluppate e comportamenti adottati in coerenza con i valori e la cultura dell'organizzazione;
- generare, nel lungo periodo, un senso maggiore di appartenenza delle persone all'organizzazione e, conseguentemente, alle sue prospettive di crescita, sviluppando una maggiore cooperazione;

---

<sup>83</sup> Gabrielli, G., *People management. Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2010, pag. 306.

- trattenere, nel medio-lungo termine, le risorse chiave per l'organizzazione;
- aumentare il coinvolgimento del management e degli altri dipendenti nei processi decisionali dell'organizzazione costruendo forme di partnership tra le risorse umane di un'organizzazione e l'organizzazione stessa.

In ottica di incentivazione manageriale in un contesto di ristrutturazione del debito, fa riferimento a schemi variabili di natura *individuale*, ossia alle situazioni che coinvolgono solamente il *top management*. La componente variabile del *compensation package* è del tutto personalizzata e quindi non rinvenibile in altri soggetti dentro l'organizzazione<sup>84</sup>.

### **1. Management by Objective.**

Il Management By Objective (MBO) è un processo in cui i membri di un'organizzazione complessa, lavorando congiuntamente, identificano un obiettivo comune e coordinano i loro sforzi per raggiungerlo. È orientato ai cambiamenti futuri, dal momento in cui devono essere poste le basi per raggiungere determinate condizioni nel lungo termine. Fa riferimento, quindi, a cosa sarà l'organizzazione e, in funzione di questo, a come erogare determinati incentivi.<sup>85</sup>

Uno dei presupposti del Management by Objective consiste nel facilitare la derivazione di obiettivi specifici partendo da obiettivi generali, modellando i primi su tutti i livelli organizzativi tramite un nesso strutturale. Per i team di executive, un set di obiettivi è adeguato a definire il loro lavoro e può essere inteso come una maniera alternativa di descrivere la loro posizione. Stabiliti gli obiettivi su più livelli, è possibile iniziare a lavorare per ottenerne il conseguimento.

Nella ristrutturazione aziendale gli obiettivi sono definiti in funzione di un cambiamento, ovvero di una svolta rispetto al passato, dove le attività tendono non più ad essere legate ad una gestione corrente e ripetitiva ma sono basate su miglioramenti, situazioni di problem-solving e sviluppo personale.

#### **1.1. Caratteristiche e obiettivi.**

Le caratteristiche dello strumento di Management By Objective si definiscono principalmente sul mix di obiettivi assegnato e, nel caso dei top manager, sull'orientamento comune tra management e organizzazione.

---

<sup>84</sup> Gabrielli, cit. pag.91, pag. 307.

<sup>85</sup> Cfr. L. Tosi, H., R. Rizzo, J., J. Carroll, S., Setting Goals in Management By Objectives, California Management Review, David Vogel, University of California, Berkeley, summer 1970, pp. 70-78.

I punti di forza<sup>86</sup> di tale metodo (MBO) consistono nel conciliare gli obiettivi con la strategia, definire gli obiettivi su più livelli organizzativi, allineare gli obiettivi individuali con i target dell'organizzazione nel suo complesso e fornire determinati feedback in relazione alla performance. La ricerca accademica si è focalizzata sulle modalità di conseguimento degli obiettivi e sull'impiego dello strumento in molte imprese al fine di migliorarne l'efficienza organizzativa.

I componenti principali dello strumento si basano su:

- *definizione degli obiettivi*, intesa come sentiero su cui l'organizzazione dovrà orientarsi;
- *orientamento comune*, affinché diventi chiara da subito la relazione tra strategia aziendale e obiettivi perseguiti;
- *aumento di produttività ed efficienza organizzativa*, direttamente correlata all'importanza che l'organizzazione attribuisce allo strumento di MBO implementato.

Riguardo la natura degli obiettivi, è fondamentale che essi siano:

- *specifici e prioritari* rispetto alle strategie di impresa, ossia intesi come mezzo per identificare i risultati strategici che l'organizzazione vuole raggiungere;
- *correlati con le prestazioni individuali*, in ottica di dipendenza diretta dalla persona a cui si lega tale sistema di incentivazione e quindi coerenti con le responsabilità a questa assegnate e con la possibilità di influenzare direttamente i comportamenti organizzativi. Ad esempio, nel caso di ristrutturazione del debito, potrebbero imputarsi in maniera diretta gli obiettivi al management, esaminandoli in un legame diretto con la persona incentivata e con i suoi sforzi verso il conseguimento;
- *realistici*: intesi come obiettivi ambiziosi, sfidanti e allo stesso tempo raggiungibili, tenendo conto di risorse disponibili, prospettive, posizione competitiva e orizzonte temporale;
- *misurabili e controllabili*: gli obiettivi devono essere espressi, misurati e monitorati con parametri di riferimento già utilizzati in azienda dalle diverse funzioni per misurare e comunicare l'avanzamento dei risultati, in modo tale che le persone da incentivare abbiano un'idea chiara riguardo le performance e i risultati da conseguire;
- *chiari e coerenti con una dimensione temporale specifica*: tramite la previsione di obiettivi intermedi nel caso in cui i risultati che ne delineano il conseguimento si manifestino in un periodo superiore all'anno<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Cfr. Aksoy, E., Bayazit, M., The relationship between Mbo system and goal-climate quality and strenght, Human Resource Management, July-August 2014, Vol.53, No.4, Pp. 505-525.

<sup>87</sup> Gabrielli, cit. pag.91, pag. 312.

In un processo di ristrutturazione del debito, come si è già evidenziato nei capitoli precedenti, gli obiettivi non sono unici ma molteplici. Tale molteplicità può dipendere sia dalla tipologia di azienda implicata nel processo di risanamento come dalla tipologia di stakeholder ad essa legata. L'erogazione dell'incentivo dovrà pertanto essere subordinata ad un'assenza di conflitto d'interessi, ossia che non sia privilegiata una determinata categoria di stakeholder rispetto ad un'altra, sottolineata anche l'importanza del Management by Objective nel favorire la definizione di target su più livelli, la comprensibilità delle azioni e la creazione di un orientamento aziendale comune con imputazione diretta delle responsabilità ad una specifica persona.

Un sistema d'incentivazione che chiarisca le competenze, il raggio d'azione e la molteplicità degli obiettivi dei *top executive*, secondo le caratteristiche esaminate precedentemente e le responsabilità dei manager nel *turnaround* process, potrebbe favorire la riduzione di conflitti d'interesse se ben implementato e facilitare il coinvolgimento di più componenti aziendali verso un obiettivo comune: la ristrutturazione sostenibile.

### **1.2. Valori target.**

Esaminate le caratteristiche del Management by Objective, il passo successivo consiste nella definizione di valori target utilizzabili come indicatori di performance ai fini dell'erogazione dell'incentivo.

Tali valori oscillano tra un minimo (*floor*) e un massimo (*cap*). A partire da questi, può essere delineata una curva di risultato intesa come indicatore fondamentale per erogare di un premio.

Questo passo è fondamentale affinché vi sia una spinta motivazionale e sia percepita correttamente la sfida, tenendo conto di parametri e indicatori di performance opportuni e coerenti con la situazione aziendale.

Il target è inteso come l'unità di misura dell'obiettivo: al di là di come è espresso, è fondamentale che sia identificato e comunicato in modo chiaro e non suscettibile di differenti interpretazioni. Una corretta identificazione deve tener conto di molteplici variabili, come ad esempio: fattori temporali, fattori contestuali, piano strategico, risorse disponibili, budget etc.

La partecipazione al processo di formulazione di obiettivi ne facilita il processo di interiorizzazione, agevola la comunicazione e la condivisione del sistema, riducendo così il rischio di eventuali asimmetrie informative. Come esaminato precedentemente, una corretta informativa rappresenta un punto cardine per portare a termine una ristrutturazione sostenibile. Tale presupposto resta valido

anche nella definizione di una curva di risultato, intesa come indicatore fondamentale per il processo di risanamento<sup>88</sup>.

In una ristrutturazione aziendale come potrebbero essere assegnati dei valori target?

Nei capitoli precedenti si sono esaminate variabili fondamentali nella definizione di indicatori che misurino la qualità di un processo di ristrutturazione come il valore attuale dei flussi di cassa scontati al WACC maggiore di zero, la riduzione del debito e l'aumento del valore dell'attivo (che implica il ripristino dell'*Equity Value*). Ma sono sufficienti?

Quanto prima citato è indicatore di una condizione fondamentale da rispettare nel *turnaround process*, all'interno del quale, però, possono crearsi anche situazioni di conflitti d'interesse. Il mix di obiettivi nelle curve di risultato è da definirsi anche considerando la molteplicità di stakeholder: non esistono soltanto i portatori di capitale in quanto, allo stesso tempo, vi sono debitori con interessi e scadenze distinte oltre che lavoratori, clienti, fornitori etc.

La curva di risultato, definita in un contesto straordinario di ristrutturazione del debito, deve essere determinata tenendo conto non solo di un flusso di cassa positivo nel breve e nel lungo periodo (scontato al WACC): tale valore deve poi essere ripartito tra una molteplicità di stakeholder al di fuori degli azionisti, in modo tale da creare un clima di equità inteso come punto di partenza affinché il progetto aziendale sia condiviso dall'azienda nel suo complesso e garantisca l'appoggio al top management da parte di tutti gli stakeholder.

Per esempio, una curva di risultato formalizzata sulla base di una molteplicità d'interessi nel contesto aziendale potrebbe tener conto dei seguenti obiettivi:

- definizione di un valore minimo (*floor*) e un valore massimo (*cap*) di flusso di cassa positivo (scontato al WACC) prodotto in un determinato orizzonte temporale;
- definizione di vincoli di distribuzione agli azionisti;
- destinazione della parte non distribuita al risanamento parziale delle passività, tenendo conto dell'importanza specifica delle categorie di portatori d'interesse e delle scadenze debitorie affinché, tramite la ristrutturazione aziendale, si ottenga la sostenibilità di lungo periodo e si riduca il rischio di azione revocatoria da parte dei creditori;
- destinazione di una parte del risultato come premio per la forza lavoro al raggiungimento di determinati valori di produttività e ad investimenti in ambito innovativo affinché restino validi i concetti di equità interna, crescita sostenibile e fidelizzazione dei clienti.

---

<sup>88</sup> Gabrielli, cit. pag.91, pagg. 313-314.

A partire da ciò, è possibile formalizzare una serie di condizioni. Subordinato al rispetto di quest'ultime, si può decidere l'eventuale erogazione e l'ammontare del premio per il management con il fine di ridurre le probabilità di manifestazione di conflitti di interesse.

### 1.3. Fasi del processo.

L'implementazione<sup>89</sup> di un sistema di *Management by Objective* in un processo di ristrutturazione aziendale può essere descritta come segue:

- individuazione di una strategia di ristrutturazione e di obiettivi specifici, i quali possono essere tradotti in obiettivi da assegnare alle singole persone definendo le aree di risultato e le responsabilità dei ruoli organizzativi;
- individuazione delle persone da incentivare e assegnazione di incentivi coerenti con la politica retributiva e con la valorizzazione delle risorse umane;
- individuazione del mix di obiettivi e definizione del loro peso, al fine di implementare una procedura equa e sostenibile;
- verifica della disponibilità degli strumenti di monitoraggio della performance aziendale, anche per rendere più efficiente il sistema dei controlli interni;
- definizione dei *Key Performance Indicator (KPI)*;
- assegnazione di target e relative curve di risultato, individuando i valori minimi (*floor*) e i valori massimi (*cap*);
- formalizzazione del sistema di MBO con relativi documenti di supporto;
- sviluppo ed implementazione del piano di comunicazione per garantire un efficace sistema di feedback. Il miglioramento dal punto di vista della comunicazione aziendale in un processo di *turnaround* è fondamentale affinché siano ridotte eventuali asimmetrie informative e siano definiti chiaramente gli obiettivi e le azioni da intraprendere per raggiungerli, con relativo esito.

Tale metodo è opportuno per definire le responsabilità e i contributi al conseguimento delle performance aziendali. È quindi valido anche per i manager in un contesto di crisi, soprattutto se delineato sull'assegnazione di obiettivi volti a migliorare l'efficienza economica e la crescita sostenibile bilanciando una molteplicità di interessi che ruotano intorno all'impresa. Pertanto, potrebbe essere considerato come uno strumento a disposizione dell'azienda utilizzabile con il fine di ridurre (o eliminare) la probabilità che si generino conflitti di interesse e che si pregiudichi la qualità della ristrutturazione del debito, nel breve come nel lungo periodo.

---

<sup>89</sup> Gabrielli, cit. pag.91, pagg. 314-315

## 2. Long Term Incentive Plan.

I Long Term Incentive Plan sono uno strumento di remunerazione degli amministratori di una società cui obiettivo consiste nel miglioramento della performance finanziaria dell'azienda e, di conseguenza, nell'allineamento degli interessi tra executive e azionisti. Gli azionisti (principal) sono configurati come proprietari della compagnia che definiscono una remunerazione per gli amministratori (agent) affinché gestiscano al meglio i loro investimenti. Con tal strumento si cerca di ottenere il benessere di entrambe le parti<sup>90</sup>.

Sono configurabili come uno schema di bonus annuali differiti e correlati direttamente alla performance finanziaria dell'impresa, considerando come indicatori fondamentali la profittabilità e la capacità di creare valore per gli azionisti. Differiscono quindi dalla componente fissa della retribuzione, la quale non è collegata direttamente alla performance della compagnia.

Nella ristrutturazione aziendale gioca un ruolo fondamentale in termini di ricapitalizzazione in quanto un azionista che vorrà investire in un'azienda in crisi sarà sicuramente interessato alla remunerazione del capitale investito e al miglioramento della performance azionaria dell'impresa.

### 2.1. Caratteristiche.

Lo strumento dei Long Term Incentive Plan consiste nell'erogazione di un incentivo monetario per gli executive subordinato al raggiungimento di determinate performance finanziarie sostenibili nel lungo periodo. Si configura come componente variabile della remunerazione, in aggiunta alla componente fissa, ed è basato su una specifica performance in un determinato orizzonte temporale. A priori, consiste nel definire una quantità di denaro da corrispondere al *top management* qualora sia raggiunto un obiettivo predeterminato al termine del periodo in questione.

Il guadagno dipende quindi dal raggiungimento del risultato<sup>91</sup>, è definito stabilendo un valore minimo e un valore massimo raggiungibile e fa riferimento, in genere, ad indicatori economico/reddituali come:

- *Earning per Share (EPS)*;
- *Total Share Return (TRS)*;
- *Share Price (SP)*;

---

<sup>90</sup> Cfr. Pass, C., The configuration of long-term executive directors incentive schemes, Handbook of Business Strategy, Vol.7 Issue:1, 2006, pp.299-304.

<sup>91</sup> Cfr. S. Mishra, C., H. Gobeli, D., O. May, D., The Effectiveness Of Long-Term Accounting-Based Incentive Plans, in Journal of Managerial Issues, Pittsburgh State University, Spring 2000, Vol.12, No.1, pp.48-60.

- *Operating profit*<sup>92</sup>.

Il presupposto di tale strumento è che l'impresa consegua buone performance in ottica futura, di lungo periodo, nella quale sono allineati gli obiettivi di management e azionisti, associando il tutto all'implementazione di una strategia adeguata.

Attraverso l'utilizzo dei Long Term Incentive Plan nella ristrutturazione aziendale, si vogliono perseguire determinate finalità, come ad esempio:

- risolvere eventuali problemi di agenzia, evidenziati nel capitolo 4, attraverso l'allineamento di obiettivi di management e azionisti. Essendo uno strumento basato su un arco temporale di medio-lungo termine, la finalità che si vuole perseguire è la creazione di valore nel lungo periodo da parte dell'azienda, in modo sostenibile;
- attrarre le persone più motivate verso il conseguimento di obiettivi sfidanti, in riferimento a manager che vogliono mettersi in gioco e portare a termine una serie di target per loro stimolanti e aventi allo stesso tempo una certa complessità, come ad esempio la ristrutturazione sostenibile;
- trattenere le personalità critiche per il successo dell'organizzazione nel medio-lungo termine, come ad esempio un team management che sia stato in grado di concludere un processo di risanamento aziendale generando risultati positivi nel lungo termine ed eliminando eventuali criticità strutturali che rappresentano la causa dell'entrata in crisi dell'azienda;
- motivare il management verso il conseguimento di ottime performance a fronte di rilevanti premi<sup>93</sup>.

Rappresenta quindi una componente del sistema premiante adeguata affinché il processo di *turnaround* si concluda correttamente prevenendo eventuali conflitti di interesse, soprattutto se l'erogazione avviene successivamente ad un periodo significativo per la valutazione del processo di ristrutturazione, considerando anche il conseguimento di una serie di sotto-obiettivi intermedi i quali, nel loro congiunto, delineano l'obiettivo finale. Attraverso l'ultimo passaggio si otterrebbe, oltre ad una maggior chiarezza in vista di un eventuale erogazione dell'incentivo, una definizione non solo di cosa si è ottenuto al termine del processo di *turnaround* ma anche di come lo si è ottenuto, ossia di quali siano stati i fattori determinanti del risultato finale. I Long Term Incentive Plan, oltre a rappresentare una componente fondamentale dal punto di vista degli incentivi, possono anche essere

---

<sup>92</sup> Cfr. Pass, C., Long term incentive schemes, executive remuneration and corporate performance: an empirical study, Corporate Governance: The international journal of business in society, Vol. 3, Issue 4, 2003, pp. 18-27.

<sup>93</sup> Gabrielli, pag. 91, pag. 316

utilizzati come chiave di lettura per esaminare l'evoluzione del processo di ristrutturazione, valutando le azioni e le variabili che hanno avuto un ruolo fondamentale all'interno di questo.

## 2.2. Variabili di progettazione e finalità.

Le variabili di progettazione e le finalità dei LTIP in una ristrutturazione aziendale possono essere legate a diversi fattori.

La finalità dello strumento, in tale contesto, si basa principalmente sulla produzione di flussi di cassa positivi, attraverso i quali si può migliorare la situazione debitoria e remunerare il capitale investito dai nuovi azionisti.

Nel lungo periodo, ai fini dell'erogazione dell'incentivo, è importante che il management abbia ottenuto un miglioramento degli asset e ripristinato il valore dell'*equity* in positivo.

Al rispetto di queste condizioni, l'interesse degli azionisti sarà compiuto, in quanto:

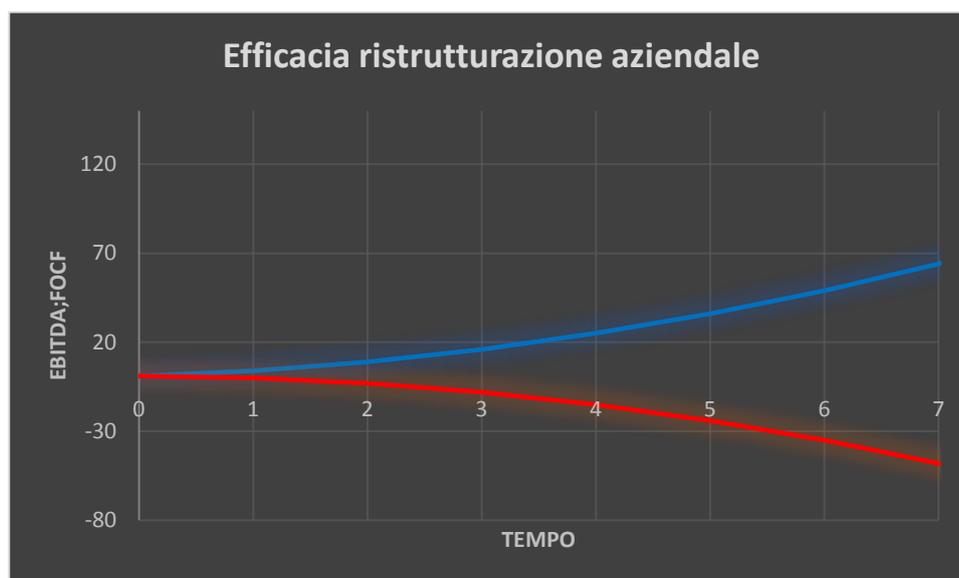
- percepiranno ulteriori dividendi;
- potranno cedere le azioni ad un prezzo maggiore rispetto al valore di acquisto, ottenendo così un gain sharing.

Qualora siano raggiunte determinate performance finanziarie dati gli indicatori presi come riferimento nel sotto-paragrafo precedente (*Earnings per Share, Total Share Return, Share Price, Operating profit*), si creerebbero le condizioni fondamentali per l'attribuzione di un incentivo di lungo periodo. Ma questo è sufficiente?

Oltre tali aspetti esaminati precedentemente, è opportuno che l'attribuzione di un Long Term Incentive sia subordinata all'efficacia della ristrutturazione aziendale nel lungo termine, cui valutazione può essere effettuata tramite due indicatori di riferimento come l'EBITDA (Reddito Operativo) e il FOCF (Flusso di Cassa Operativo). Considerate le due formule e il grafico sottostanti (Tabella 7):

$$\frac{FOCF}{EBITDA} \rightarrow 1$$
$$\frac{FOCF}{ASSET} > 0$$

**Tabella 7, Efficacia ristrutturazione aziendale<sup>94</sup>**



*EBITDA*=Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (linea blu)

*FOCF*=Free Operating Cash Flow (linea rossa)

Il rapporto tra FOCF ed EBITDA rappresenta il *tasso di conversione*. Se tende ad 1, nel breve come nel lungo periodo, è indicatore (dal punto di vista economico) di un buon andamento del processo di ristrutturazione in quanto l'azienda incassa un reddito operativo vero e proprio, producendo ricchezza reale. Nella tabella 7, la differenza tra questi due indicatori è denominata *triangolo del fallimento*. Al crescere di tale area aumentano le possibilità di fallimento in quanto l'impresa non produce reddito reale distribuibile tramite dividendi e non è in grado di coprire le spese legate alla gestione e agli investimenti.

Per quanto riguarda il rapporto tra FOCF e ASSET, un aumento nel corso del tempo rappresenta un corretto impiego degli asset in quanto generano flussi di cassa positivi e sono indicatori di una buona riuscita del pieno di ristrutturazione. Favoriscono inoltre la generazione di un clima positivo da parte degli investitori.

### **3. Stock Option Plan.**

In un contesto di ristrutturazione aziendale anche gli Stock Option Plan possono essere considerati uno strumento per retribuire e fidelizzare i manager affinché adottino le decisioni strategiche più rilevanti per un'azienda in crisi.

---

<sup>94</sup> Tabella elaborata dall'autore.

Consistono nell'assegnazione gratuita di *opzioni call*, ossia contenenti il diritto ad acquistare azioni della stessa società ad un prezzo predeterminato (*strike price*). Saranno esercitate qualora il prezzo sia inferiore al valore corrente dell'azione sottostante<sup>95</sup>. Tale condizione potrebbe essere vantaggiosa per il management qualora cui voglia esercitarla. Inoltre, possono esservi piani che prevedono l'assegnazione gratuita di azioni.

L'obiettivo dei piani di stock option è vincolare una parte della retribuzione variabile all'andamento del titolo sul mercato, stimolando così gli executive verso il miglioramento dell'efficienza e della redditività del gruppo.

Qualora le società non siano quotate, è possibile far ricorso allo strumento dei Phantom Stock Option Plan, attraverso il quale si prevede che il beneficiario riceva, al termine del periodo di riferimento prefissato, un premio in azioni e/o contanti calcolato sulla base dell'incremento di valore registrato dalle azioni dell'impresa in un determinato intervallo di tempo maggiorato di eventuali dividendi distribuiti.

Nelle ristrutturazioni aziendali il management potrebbe essere incentivato dai SOP in quanto potrebbe cercare di massimizzare il valore creato per gli azionisti e, allo stesso tempo, il proprio guadagno personale. Risulta fondamentale, pertanto, definire il periodo che intercorre tra l'assegnazione del diritto e la possibilità di esercizio (*vesting period*) affinché il management possa essere incentivato verso la creazione di valore sostenibile, ottenendo un vantaggio per sé stesso e, allo stesso tempo, per l'impresa.

### **3.1. Caratteristiche.**

Le caratteristiche degli Stock Options Plan si concentrano principalmente nella tipologia di obiettivi strategici che delineano il piano, attraverso i quali se ne può definire l'efficacia.

L'obiettivo principale è il pagamento correlato alla performance, con il fine di assicurarsi che i manager compiano i loro obiettivi e siano orientati verso il successo tenendo conto di un eventuale apprezzamento o deprezzamento delle azioni. Se concesse agli executive, ad esempio, possono presentare importanti restrizioni come l'inalienabilità a terzi e la possibilità di esercizio solo in seguito a una data predefinita. Per incentivare il management nel lungo termine viene identificato un mix di obiettivi strategici che, espressi nei piani aziendali, verranno utilizzati per verificare l'efficacia del piano implementato (Achard, Castello, 2000). Tramite questi si determina il piano in termini di

---

<sup>95</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm>, Notizie.

destinatari, prezzo di esercizio, orizzonte temporale di riferimento, modalità e criteri di assegnazione. La progettazione gioca quindi un ruolo fondamentale<sup>96</sup>.

Nelle ristrutturazioni aziendali gli obiettivi principali degli executive, di cui si è ampiamente discusso all'interno nei capitoli precedenti, consistono nella produzione di flussi di cassa positivi, con il fine di: migliorare la situazione debitoria, aumentare il valore dell'attivo e, di conseguenza, far aumentare l'*Equity Value*. I piani di azionariato degli executive potrebbero pertanto essere basati su questi target, in base ai quali potrebbero implementare un piano di ristrutturazione adeguato. Se quest'ultimo risultasse efficace, avrebbero la possibilità di acquistare le azioni ad un prezzo conveniente, inferiore al valore di mercato. È fondamentale inoltre definire un vesting period significativo, tramite il quale può essere accertata l'effettiva creazione di valore nel lungo termine e la sostenibilità della strategia di turnaround. Pertanto, lo strumento degli Stock Option Plan risulta valido anche per ridurre le probabilità di manifestazione di eventuali conflitti d'interesse che pregiudicherebbero la qualità del processo di ristrutturazione.

### **3.2. Vesting Period.**

La decisione di utilizzo dello strumento degli Stock Option Plan si articola intorno alla definizione di un *vesting period*, inteso come una variabile fondamentale per la riuscita del processo di ristrutturazione. Definire il periodo che intercorre tra la concessione del diritto di opzione e il momento in cui diviene esercitabile è fondamentale per indirizzare i comportamenti manageriali verso una ristrutturazione che non sia produttiva di utili solo nel breve periodo ma che comporti il superamento di problemi strutturali in modo tale che si ottenga una situazione aziendale positiva anche nel lungo periodo. Di conseguenza, deve modellarsi sulla base del criterio della sostenibilità e dell'equilibrio di interessi tra i manager e tutte le classi di stakeholder.

Il vesting period può essere definito, tendenzialmente, in base a tre modalità:

- *Cliff vesting*: è possibile esercitare contemporaneamente tutte le opzioni dopo un determinato periodo di tempo;
- *Phased vesting*: la possibilità di esercitare le opzioni è scaglionata nel tempo;
- *Performance vesting*: il vesting period dipende da determinati indicatori, come ad esempio l'ammontare prefissato del valore azionario o il raggiungimento di determinati livelli di performance che ne permettano l'esercizio prima del tempo<sup>97</sup>.

---

<sup>96</sup> Gabrielli, cit.pag. 91, pag.324

<sup>97</sup> Gabrielli, cit.pag.91, pagg. 328-329.

La definizione di uno specifico periodo dipende dagli obiettivi aziendali e dalla situazione contingente. Non esiste quindi un orizzonte temporale univoco ma è da stabilire in base alle esigenze dell'impresa: nel caso di ristrutturazione di aziende in crisi, è importante che sia definito avendo come riferimento il tempo necessario al raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario di lungo termine.

### **3.3. Determinare l'ammontare del piano: fixed value plan, fixed number plan e megagrant plan.**

Gli Stock Option Plan possono essere classificati a seconda dell'ammontare del piano. A partire da tale assunto, è possibile distinguerli in tre categorie:

- *fixed value plan*;
- *fixed number plan*;
- *megagrant plan*<sup>98</sup>.

I *fixed value plan* consistono nell'attribuzione, agli executive, di un numero di opzioni a valore costante e predeterminato (oppure definito in proporzione al loro salario o alla loro retribuzione monetaria). Avviene con cadenza annuale per ogni anno di durata del piano previsto. Il vantaggio di tale strumento è collegato al fatto che, in tal modo, le imprese controllano la retribuzione dei loro manager e l'effettivo guadagno relativo al diritto di opzione anche in relazione ai competitor di mercato. Rappresenta inoltre uno strumento flessibile e in grado di trattenere le risorse chiave. Dall'altro lato, lo svantaggio è legato alla predeterminazione del valore del diritto di opzione, rendendo così più debole il collegamento tra performance e remunerazione. Il rischio è che i top manager ricevano opzioni di valore basso nei periodi di buone performance, oppure, all'opposto, opzioni di valore alto nei periodi di scarse performance.

Invece, i *fixed number plan* consistono nel predeterminare il numero di opzioni da assegnare al top management. In tal caso, essendo il valore delle opzioni variabile, il collegamento tra retribuzione e performance risulta essere più forte rispetto al caso dei *fixed value plan*. Dal momento in cui il valore dell'opzione "at-the-money" cambia in relazione all'evoluzione dei prezzi delle azioni, un aumento del prezzo aumenterà il valore dell'opzione concessa. Al contrario, una diminuzione del prezzo diminuirà il valore dell'opzione concessa. Pertanto, gli incentivi sono più forti in tal caso e, in molte circostanze, risulta essere più adeguato rispetto ai *fixed value plan*.

---

<sup>98</sup> Cfr. J. Hall, B., What you need to know about Stock Options, Harvard Business Review, March-April 2000, pp. 121-

Infine, i *megagrant plan* consistono nella definizione anticipata del numero delle opzioni e del prezzo di esercizio al momento della concessione del diritto. Il legame tra performance e retribuzione è ancora più forte rispetto ai casi esaminati precedentemente, soprattutto nel breve periodo. Il rischio potrebbe essere legato ad una diminuzione significativa del valore azionario nel medio-lungo periodo attraverso la quale il manager potrebbe avere scarsi incentivi e, pertanto, non esercitare il proprio diritto di opzione.

In una ristrutturazione aziendale, all'interno delle tipologie di piani azionari, qual è la scelta più adeguata per attuare un processo di ristrutturazione che comporti la crescita aziendale nel breve come nel lungo periodo?

Considerato l'operare in un contesto d'incertezza e la necessità di trovare una correlazione diretta tra performance e retribuzione ai fini di incentivare azioni positive da parte dei top executive nel breve come nel lungo termine, la scelta di assegnazione di un piano di azionariato, in un periodo di ristrutturazione di aziende in crisi, potrebbe essere indirizzata verso i *fixed number plan*. In tal caso, le motivazioni sarebbero collegate a:

- ricerca di un collegamento diretto tra *pay* e *performance*, con il fine di indirizzare il management verso comportamenti corretti limitando il rischio di conflitti di interesse;
- possibilità di limitare il rischio di disincentivi nel lungo periodo, come potrebbe accadere in caso di utilizzo di *megagrant plan*, cercando di articolare il piano verso una crescita sostenibile.

Anche in tal caso, è importante tener conto dell'orizzonte temporale di riferimento con il fine di non rendere la ristrutturazione aziendale un fenomeno sporadico, limitato al breve termine, ma cercando di implementare dei miglioramenti costanti a livello strutturale.

### **Conclusioni.**

Con il fine di ridurre le probabilità di conflitti di interesse in un processo di ristrutturazione aziendale, attraverso i quali si rischia di pregiudicare la qualità e la sostenibilità delle azioni intraprese, l'impresa potrebbe prevedere, oltre alla parte fissa, una componente variabile del pacchetto remunerativo degli executive.

La determinazione della remunerazione complessiva deve essere strutturata in modo tale da limitare i problemi di Agenzia ed evitare che il management agisca in base a benefici personali che potrebbero essere condivisi solo da una parte degli stakeholder e non dalla totalità di quest'ultimi.

Le categorie di strumenti più utilizzati nell'ambito della retribuzione variabile degli executive si dividono in: *Management by Objective*, *Long Term Incentive Plan* e *Stock Option Plan*.

Ciascuno di questi presenta alcune peculiarità di cui si è ampiamente parlato all'interno del capitolo e, soprattutto, deve essere progettato a seconda del contesto di riferimento. Nel caso esaminato, i

manager hanno l'incarico di ristrutturare l'impresa in modo sostenibile, nel breve e nel lungo termine, risolvendone i problemi strutturali. Questi ultimi devono agire garantendosi l'appoggio di tutti i portatori d'interesse verso la creazione di valore nel lungo periodo, evitando di privilegiare una classe di stakeholder rispetto ad un'altra.

Ma quale di questi strumenti risulta essere il più adeguato affinché il management sia incentivato verso una corretta ristrutturazione dell'azienda in crisi?

Attraverso l'utilizzo dello strumento del Management by Objective potrebbe essere chiarita da subito la molteplicità di obiettivi da portare a termine ai fini dell'erogazione dell'incentivo. È opportuno che tale strumento sia pianificato in modo tale da non generare nessun conflitto di interessi e nessuna disparità tra le classi di stakeholder. L'attribuzione di eventuali MBO come componente della remunerazione variabile, subordinata al raggiungimento di determinati livelli di performance, è utile a fornire una rappresentazione diretta dei risultati da conseguire per concludere la procedura di ristrutturazione del debito in maniera sostenibile nel lungo periodo. Esplicitando una serie di obiettivi da compiere, il management potrebbe avere un'idea chiara riguardo i driver di creazione di valore e, di conseguenza, impegnarsi per ottenere un aumento della propria remunerazione dovuto al rispetto dei principi di equità e sostenibilità. Ogni azienda in crisi presenta una situazione particolare in cui sono coinvolti portatori di interessi distinti. Il presupposto per una corretta impostazione di un piano di Management by Objective si lega, principalmente, alla varietà dei centri d'interesse che ruotano intorno all'azienda e al sostegno di questi ultimi per garantire l'orientamento verso un obiettivo comune.

Lo strumento del Management by Objective definisce in maniera diretta quali sono gli obiettivi da portare a termine. Nel caso dei Long Term Incentive Plan e degli Stock Option Plan, il ragionamento è distinto. Questi sono finalizzati alla creazione diretta di valore per gli azionisti. In tal caso, potrebbe presentarsi il rischio di eventuali conflitti di interesse attraverso i quali potrebbe essere privilegiata la classe dei portatori di capitale. In ottica della riduzione di tale rischio, è fondamentale definire un orizzonte temporale significativo ai fini del raggiungimento di buone performance e, di conseguenza, dell'ottenimento dell'incentivo. Se il periodo di riferimento coincide con un arco temporale sufficiente per stabilire l'adeguatezza del piano di ristrutturazione, il management potrebbe essere incentivato verso la produzione di risultati positivi non solo sporadicamente, ma in maniera costante e duratura nel lungo termine. Per ottenere ciò, è importante che non si generino conflitti d'interesse che pregiudichino la sostenibilità della ristrutturazione e che si agisca considerando gli interessi di tutto il contesto aziendale. È vero quindi che si crea valore direttamente per gli azionisti, ma, affinché questo non sia limitato solo nel breve periodo, è opportuno che siano soddisfatte le esigenze di tutti gli stakeholder anche se tali strumenti non lo prevedono direttamente.

Per concludere, i sistemi di remunerazione menzionati in questo capitolo, cui obiettivi si legano alla riduzione della probabilità di conflitti di interessi e al risanamento dell'impresa in crisi tramite la risoluzione di criticità strutturali, potrebbero risultare efficaci in un processo di ristrutturazione soprattutto se implementati correttamente, considerando le caratteristiche aziendali e le variabili contestuali. Ogni crisi d'impresa è da considerarsi un caso a sé stante anche in riferimento alla definizione dei sistemi di remunerazione degli executive, i quali dovranno gestire situazioni differenti tra loro.

## **CONCLUSIONE.**

L'entrata in crisi di un'azienda è frequentemente causata da errori compiuti nell'ambito della gestione. Pertanto, è possibile identificare il management come capo di imputazione diretta delle colpe per via dell'adozione di politiche inadeguate o di scelte inopportune.

Le vie di uscita da una crisi aziendale possono consistere in due alternative: la liquidazione e la ristrutturazione. La decisione dipende da un'accurata valutazione della convenienza a liquidare, riallocando le componenti dell'attivo sul mercato affinché siano produttive di valore in altri contesti, oppure, in alternativa, a ristrutturare. La procedura, nel secondo caso, assume una grande complessità in quanto dovranno essere valorizzati gli asset in possesso dell'azienda con il fine di creare nuove economie di scala, di scopo e di gamma inesprese e, allo stesso tempo, il piano di risanamento dovrà essere approvato da tutti gli stakeholder a partire dai creditori.

Nel caso in cui la decisione consiste nella ristrutturazione aziendale, il top management rappresenta uno dei punti cardine di riferimento. I cambiamenti in ambito gestionale, infatti, sono rappresentativi di una rottura con il passato mediante la quale il team a cui sono imputabili le colpe dell'ingresso in crisi viene sostituito con un team management più credibile. Tale fase è da considerarsi un punto di svolta e parte integrante della valutazione degli azionisti che dovranno decidere se ricapitalizzare o meno l'azienda, preesistenti o nuovi che siano. Analogo ragionamento lo effettueranno i creditori, valutando l'effettiva recuperabilità del credito vantato verso l'ente e decidendo tra le alternative di stralcio, consolidamento e compensazione estintiva. L'entrata di nuovi executive è quindi fondamentale affinché il clima di opinione nei confronti dell'impresa migliori, soprattutto nelle prime fasi.

La selezione di un nuovo management avviene considerando principalmente i criteri di professionalità e di credibilità. Infatti, è importante che sia adeguato a ricoprire tale ruolo in quanto l'esperienza, la preparazione e la capacità di adattarsi ai mutamenti rappresentano dei requisiti fondamentali, soprattutto se si tratta di operare in un contesto incerto in cui un'impresa in crisi deve essere in grado di manifestare la propria capacità di riposizionarsi competitivamente sul mercato.

In seguito alla sua nomina, al manager saranno assegnati degli obiettivi. Questi ultimi dipendono dalle caratteristiche specifiche dell'azienda e del contesto, oltre che dalla tipologia di crisi che ha coinvolto l'impresa e dalle particolari priorità da stabilire con il fine di avviare e concludere un processo di ristrutturazione in maniera sostenibile, creando valore per tutti gli stakeholder. L'impostazione di una strategia di recupero e la dovuta pianificazione rappresentano una delle responsabilità principali degli executive affinché la crisi sia superata nel migliore dei modi e l'impresa possa tornare a recuperare la propria posizione competitiva.

La strategia e la pianificazione prima menzionate si delineano su un set di obiettivi definiti per garantire la sostenibilità nel lungo periodo e l'eliminazione delle cause strutturali della crisi. Uno dei rischi maggiori che potrebbero compromettere un processo di ristrutturazione aziendale è legato ai conflitti di interesse che possono sorgere in capo al management. Quest'ultimo potrebbe agire con il fine di soddisfare solamente i propri interessi (o quelli di una classe particolare di stakeholder) e non con l'obiettivo di creare valore sostenibile nel lungo termine e condiviso da tutti i portatori di interesse nel loro complesso. Le cause di tali comportamenti sono legate alla personalità del management e alla priorità attribuita ai bisogni di coloro che potrebbero aver indirizzato l'azienda verso la nomina del *turnaround* manager anche con il rischio di pregiudicare l'equità e la crescita duratura. In un processo delicato come la ristrutturazione è importante che sia definito un obiettivo comune verso il quale devono essere orientate tutte le componenti aziendali, garantendo al top management l'adeguato sostegno. L'adozione di comportamenti opportunistici potrebbe essere un ostacolo all'interno del percorso di risanamento.

Il rischio di conflitti di interesse e delle probabili conseguenze in caso di manifestazione può essere ridotto tramite l'impiego di strumenti di incentivazione per il management, come il Management by Objective, gli Stock Option Plan e i Long Term Incentive Plan. La progettazione di questi ultimi è legata alla definizione di obiettivi specifici, cui conseguimento è subordinato ad una gestione basata sulla creazione di valore nel lungo periodo e nel rispetto dei principi di equità e sostenibilità. L'adeguatezza di un particolare strumento dipende dal contesto aziendale di riferimento e dalla natura degli obiettivi da conseguire.

Le risorse umane giocano un ruolo fondamentale in qualsiasi momento della vita aziendale, soprattutto in un periodo di ristrutturazione dove, in primis, la definizione di un set di obiettivi e di specifiche responsabilità direttamente imputabili al management rappresenta il punto di cambiamento tramite il quale si cerca di sfruttare potenzialità inespresse dell'impresa e ritornare competitivi sul mercato. In un contesto caratterizzato dall'incertezza economica è opportuno chiarire da subito i target e le procedure da implementare attraverso un'adeguata pianificazione. Il rischio di potenziali conflitti di interesse è da valutare come pregiudizievole per la qualità del processo di *turnaround* e, pertanto, risulta opportuno prendere le dovute precauzioni con il fine di limitare le probabilità di accadimento.

Non si ha la certezza che un piano di ristrutturazione risulti efficace, soprattutto in situazioni in cui l'ambito macroeconomico risulta in continua evoluzione, come non è neanche certo che si creino situazioni di conflitti di interesse o che, in alternativa, tali situazioni risultino compromettenti per il risanamento dell'azienda in quanto è possibile che in determinate casistiche sia opportuno privilegiare una parte degli stakeholder rispetto ad un'altra. Ragionamento analogo può essere svolto riguardo

l'efficacia degli strumenti di incentivazione (SOP, MbO, LTIP), i quali non garantiscono sempre l'adeguatezza e il conseguimento di determinati risultati. Tuttavia, prevenire è meglio che curare, ed è opportuno che, qualora si opti per la ristrutturazione in alternativa alla liquidazione, lo si faccia considerando tutti i possibili rischi ai fini di garantire la qualità e la credibilità del piano agli occhi di tutte le controparti del sistema aziendale.

## **BIBLIOGRAFIA.**

- ADNER, R., LEVINTHAL, D., Demand Heterogeneity and Technology Evolution: Implications for Product and Process Innovation, *Management Science*, Vol.45, No. 5, May 2001, pp. 611-628.
- AKSOY, E., BAYAZIT, M., The relationship between mbo system strenght and goal-climate quality and strenght, *Human Resource Management*, Vol. 53, No. 4, july-august 2014, pp. 505-525.
- ARBOR, J., GRAHAM, M., YAWSON, A., Corporate Governance and Restructuring Activities Following Completed Bids, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19, No. 1, 2011, pp. 61-76.
- AUGIER, M., J. TEECE, D., Dynamic Capabilities and the Role of Managers in Business Strategy and Economic Performance, *Organization Science*, Vol. 20, No. 2, March-April 2009, pp. 410-421.
- A. BRICKLEY, J., D. VAN DRUNEN, L., Internal Corporate Restructuring. An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, North-Holland, 1990, pp. 251-280.
- A. DENTCHEV, N., HEENE, A., Managing the reputation of restructuring corporations: Send the right signal to the right stakeholder, *Journal of Public Affairs*, Volume 4, Number 1, 2004, pp. 56-72.
- A. GIBBS, P., Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, Special Issue: Corporate Restructuring, Summer 1993, pp. 51-68.
- BOCCARDELLI, P., FONTANA, F., *Corporate Strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Ulrico Hoepli Editore S.p.A., Milano, 2015.
- CARDANI, A., PEDOL, U., *Problemi di teoria dell'impresa*, Gruppo Editoriale Fabbri-Bompiani, etas S.p.A, Sonzogno, 1980.
- CODA V., BRUNI G., SORCI, C., BRUNETTI, G., VERMIGLIO, F., VERGARA, C., BAVETTA, G., LIPARI, C., MODICA, M., COMPAGNINO, R., D'AMICO, A., PULEJO, L., SARLO, A., *Crisi d'impresa e strategie di superamento*, in *Collana di studi economico-aziendali*, n.9, a cura di Carlo Sorci, Giuffré editore, Milano, 1987.
- DOSSENA, G., *Risanamento, governance e stakeholder: gestione di interessi in conflitto e conflitto di interessi*, *Sinergie* n.71, Verona, 2006, pp. 200-211.
- D. CHOWDHURY, S., Turnarounds: A Stage Theory Perspective, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Volume 19, Issue 3, September 2002, pp. 249-266.
- D. KEITH, R., A. PEARCE II, J., Turnaround: Retrenchment and Recovery, *Strategic Management Journal*, Vol 13, No. 4, May 1992, pp. 287-309.
- D. WESTPHAL, J., W. FREDRICKSON, J., Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, 2001, pp. 1113-1137.

FASSIN, Y., Stakeholder Management, Reciprocity and Stakeholder Responsibility, *Journal of Business Ethics*, Vol 109, No.1, Stakeholder Theory (ies): Ethical Ideas and Managerial Action, August 2012, pp. 83-96.

FROUD, J., HASLAM, C., JOHAL, S., WILLIAMS, K., Restructuring for shareholder value and its implication for labour, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 24, No. 6, SPECIAL ISSUE ON SOCIAL JUSTICE AND ECONOMIC EFFICIENCY, November 2000, pp. 771-797.

F. WIERSEMA, M., Executive Succession as an Antecedent to Corporate Restructuring, *Human Resource Management*, Spring 1995, Vol. 34, Number 1, pp. 185-202.

GABRIELLI, G., People management. Teorie e pratiche per una gestione sostenibile delle persone, FrancoAngeli s.r.l, Milano, 2010.

HILLIER, D., MCCOLGAN, P., WEREMA, S., Asset sales and firm strategy: an analysis of divestitures by UK companies, *The European Journal of Finance*, Vol. 15, No.1, January 2009, 71-87.

H. APPELBAUM, S., EVERARD, A., T.S. HUNG, L., Strategic downsizing: critical success factors, *Management Decision*, Vol. 37, Issue 7, 1999, pp. 535-552.

H. BOWMAN, E., SINGH, H., Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, Special Issue: Corporate Restructuring, Summer 1993, pp. 5-14.

J. BAUMGARTNER, R., RAUTER, R., Strategic perspectives of corporate sustainability management to develop a sustainable organization, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 140, Part. 1, January 2017, pp. 81-92.

J. HALL, B., What you need to know about Stock Options, *Harvard Business Review*, March-April 2000, pp. 121-129.

KAHL, M., Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation, *The Journal of Finance*, Vol. LVII, No. 1, feb. 2002, pp. 135-168.

KOLOWSKY, P., The Limits of Shareholder Value, *Journal of Business Ethics*, Vol. 27, No. 1/2, Business Challenging Business Ethics: New Instrument for Coping with Diversity in International Business: The 12th Annual EBEN Conference, september 2000, pp.137-148.

LIN, B., LEE, Z., G. GIBBS, L., Operational restructuring: reviving an ailing business, *Management Decision*, Vol. 46, Issue 4, 2008, pp. 539-552.

LIN, B. LEE, Z., PETERSON, R., An Analytical Approach for Making Management Decisions concerning Corporate Restructuring, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 27, No. 8, Dec. 2006, pp. 655-666.

LODERER, C., ROTH, L., WAELCHLI, U., JOERG, P., Shareholder Value: Principles, Declarations, and Actions, *Financial Management*, Spring 2010, pp. 5-32.

L. BARKER III, V., M. DUHAIME, I., Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence, *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. 1, Jan. 1997, pp. 13-38.

L. HART, S., B. MILSTEIN, M., CAGGIANO, J., Creating Sustainable Value [and Executive Commentary], *The Academy of Management Executive* (1993-2005), Vol. 17, No. 2, May 2003, pp. 56-69.

L. HYDERABAD, R., Corporate Restructuring: Causes, Measurement Methods and Effects, *Parikalpana-KIIT Journal of Management*, Vol 10, Issue 1, 2014, pp. 108-126.

L. TOSI, H., R. RIZZO, J., J. CARROLL, S., Setting Goals in Management By Objectives, *California Management Review*, David Vogel, University of California, Berkeley, summer 1970, pp. 70-78.

MAVLUTOVA, I., Restructuring of business as a way of increasing a company's value, *Journal of Business Management*, 8p. Issue 1, 2008, pp. 73-90.

PASS, C., Long-term incentive schemes, executive remuneration and corporate performance: an empirical study, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol.3, Issue 4, 2003, pp.18-27.

PASS, C., The configuration of long-term executive directors incentive schemes, *Handbook of Business Strategy*, Vol.7, Issue 1, 2006, pp.299-304.

PROCTOR, T., Corporate Restructuring: the pitfalls of changing industry structure, *Management Decision*, Vol. 39, Issue 3, pp. 197-204.

ROSSI, P., Ristrutturazione del debito e ruolo delle banche nel risanamento delle imprese in crisi, *Il Mulino-Rivisteweb*, Società Editrice Il Mulino, Bologna, agosto 1997, pagg. 283-306.

R. STERLING, R., The Going Concern: An Examination, *The Accounting Review*, Vol. 43, No. 3, Jul. 1968, pp. 481-502.

SCHWARTS, H., M. DAVIS, S., Matching Corporate Culture and Business Strategy, *Organizational Dynamics*, Vol.10, Issue 1, AMACOM, a division of American Management Association, summer 1981, pp. 30- 48.

SIRLEO, G., *Le crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione. Profili economico-aziendali*, Aracne Editrice S.r.l., Roma, 2009

SUDARSANAM, S., LAI, J., Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: an Empirical Analysis, *British Journal of Management*, Vol 12, 2001, pp. 183-199.

S. LIAO, S., Shareholder-Oriented Managers versus Entity-Oriented Managers, *Financial Analyst Journal*, Vol. 31, No.6, November-December 1975, pp. 62-71.

S. MISHRA, C., H. GOBELI, D., O MAY, D., The Effectiveness Of Long-Term Accounting-Based Incentive Plans, *Journal of Managerial Issue*, Vol. 12, No.1, Spring 2000, pp.48-60.

S. STRONG, J., R. MEYER, J., Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, New Orleans, Louisiana, December 28-30, 1986 (Jul., 1987), pp. 643-661.

USEEM, M., Business Restructuring, Management Control, and Corporate Organization, *Theory and Society*, Vol. 19, No. 6, Dec. 1990, pp. 681-707.

W. L. HILL, C., M. JONES, T., Stakeholder-Agency Theory, *Journal of Management Studies*, Vol. 29, Issue 2, March 1992, pp. 131-154.

#### **SITOGRAFIA.**

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/stockoption203.htm>, Notizie.

<http://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid540706.pdf>, Documenti.

## **RIASSUNTO.**

La ristrutturazione aziendale è un processo complesso di cui ne sono parte vari attori. In base alla struttura organizzativa, questi sono portatori di interessi legittimi diversi che possono essere in conflitto tra di loro. Possiamo identificare stakeholder come azionisti, enti finanziatori, dipendenti, clienti, fornitori, enti pubblici, società etc.

Le fasi più importanti del processo di ristrutturazione aziendale consistono in: cambiamenti nel sistema di direzione, riorganizzazione dell'attivo e del passivo, cambiamenti del clima organizzativo interno e del clima di opinione esterno. Possono identificarsi sia nell'approccio oggettivo che nell'approccio soggettivo, in quanto: i cambiamenti nel sistema di direzione sono attuati in relazione a colpe a questo imputabili dato lo stato di crisi in cui si trova l'azienda, la riorganizzazione dell'attivo e del passivo avviene successivamente ad uno studio delle cause della crisi derivanti da squilibri finanziari e i cambiamenti nel clima organizzativo interno e nel clima di opinione esterno derivano da soluzioni che sono state adottate esaminando le cause della crisi sia tramite un approccio soggettivo che tramite un approccio oggettivo (es. cambiamento del management, da cui potrebbe derivare un nuovo clima di fiducia dovuto ad una discontinuità nella gestione aziendale; riorganizzazione dell'attivo e del passivo, la quale potrebbe migliorare gli indicatori economici e generare positività negli investitori etc.).

Nella ristrutturazione aziendale uno dei passi più importanti è rappresentato dal rinnovamento del management con l'obiettivo di: definire un piano di ristrutturazione, ponderare le decisioni finanziarie e gestionali atte a superare la crisi dato un piano di ristrutturazione, riorganizzare l'azienda per renderla più efficiente ed aumentarne la profittabilità, migliorare l'attrattiva dell'impresa agli occhi degli investitori, creando nuove opportunità dal punto di vista dell'afflusso di capitali esterni e della crescita del valore azionario, e aumentare il valore attuale dei flussi di cassa scontati al WACC, migliorando la competitività aziendale.

La riorganizzazione dell'attivo è una fase del processo di ristrutturazione aziendale che consiste nell'intervento su parti dell'attivo dello stato patrimoniale con l'obiettivo di ottenere una maggior efficienza. Questa fase inizia con l'esame degli asset aziendali, successivamente alla quale possono essere adottate due decisioni: cessione di asset superflui e svalutazione. La cessione degli asset superflui è definita come la cessione di subsidiary, linee di business o altre categorie di attivo fisso mediante il trasferimento diretto della proprietà da un'azienda ad un'altra in cambio di denaro contante o azioni. Le ragioni, principalmente, sono legate alla presenza di surplus asset improduttivi all'interno di un complesso aziendale cui cessione, in un periodo di crisi, permetterebbe di generare un flusso di cassa atto a migliorare la condizione debitoria. La svalutazione è una procedura che consiste nel modificare l'iscrizione a bilancio di un asset qualora sia rappresentato con un valore

superiore rispetto a quanto possa essere scambiato a normali condizioni di mercato. Analogamente, se rappresentato ad un valore inferiore, è possibile procedere verso una rivalutazione.

La rinegoziazione del debito è una fase del processo di ristrutturazione aziendale che consiste in: esaminare le categorie di debitori dell'azienda in crisi e prendere atto di eventuali possibilità di modificare le condizioni debitorie in modo favorevole per l'impresa. L'obiettivo consiste nel facilitare il processo di ristrutturazione aziendale qualora vi sia disponibilità, da parte dei creditori, a rinegoziare le condizioni contrattuali in favore dell'azienda. Date le funzioni di preferenza e il consenso dei creditori aziendali, un'impresa in crisi può dar seguito a tre operazioni con il fine di migliorare la propria posizione debitoria: stralcio, consolidamento e compensazione estintiva. Lo stralcio consiste nella rinuncia parziale (o totale) al credito da parte del creditore aziendale. Il consolidamento si lega invece all'allungamento della durata della vita residua del debito da parte del creditore ad un tasso d'interesse inferiore ai livelli di mercato. L'obiettivo del consolidamento è di permettere un rientro del debito in condizioni più agevoli per il debitore, riducendo il rischio di default. Si definisce compensazione estintiva la decisione, da parte di un ente finanziatore, di trasformare una parte del credito in capitale di rischio dell'impresa. L'azienda è liberata (parzialmente o totalmente) dall'obbligazione debitoria e questo avviene valutando la probabilità di riuscita del piano di risanamento.

Le conseguenze nelle prime tappe nella ristrutturazione aziendale si traducono nel cambiamento del clima organizzativo interno e nel clima d'opinione esterno riguardante l'ambiente in cui opera l'impresa. I cambiamenti sono legati direttamente alla discontinuità nella gestione aziendale e al miglioramento della situazione patrimoniale, ove sia stato possibile rinegoziare le condizioni debitorie o riorganizzare l'attivo. L'organizzazione aziendale è designata per implementare strategie e l'impresa è considerata come una scatola con determinate linee organizzative. I manager, nell'esecuzione di una nuova strategia, agiscono in questa scatola vedendo qual è la struttura adeguata per dividere e coordinare il lavoro. Dato un sistema di gestione aziendale, le abilità e l'esperienza del capitale umano sono parte integrante di questo. Il clima di opinione esterno è influenzato dai due fattori osservati in precedenza, quali il cambio nella gestione e il miglioramento delle condizioni patrimoniali dovuto all'azione su componenti dell'attivo e del passivo. Da qui può generarsi un miglioramento dell'opinione esterna verso l'impresa.

Successivamente alla scelta del cambiamento, il nuovo management diventa uno dei protagonisti principali del processo di ristrutturazione aziendale. Infatti, in questo contesto, guida una vasta gamma di cambiamenti organizzativi con un'ampia discrezionalità, definita a seconda delle aree che ne costituiscono il raggio d'azione. Le decisioni, però, sono da contestualizzare rispetto all'organizzazione in cui si opera. Pertanto, il management è un punto cardine per rispondere a

cambiamenti economici interni ed esterni che riguardano le organizzazioni. La qualità della gestione aziendale è un punto cardine per implementare la procedura di ristrutturazione sia per la risposta ai mutamenti tecnologici e di mercato sia per diffondere, all'interno dell'organizzazione, un obiettivo comune e condiviso, trasformando le opportunità in vantaggio competitivo.

Esaminando il presupposto soggettivo, in una ristrutturazione aziendale è importante che la personalità del management sia tale da ispirare fiducia negli stakeholder e che sia rappresentativo di una rottura con il passato, rispetto alla gestione tramite la quale l'impresa è entrata in crisi. Deve inoltre possedere conoscenze e capacità adeguate al contesto in cui si trova ad operare. Le responsabilità manageriali sono legate all'implementazione del processo di ristrutturazione partendo dall'individuazione delle cause della crisi e arrivando alla definizione di strategie sostenibili nel lungo periodo, eliminando le criticità a livello strutturale senza fermarsi ad una soluzione valida solamente nel breve periodo. Il management deve: possedere una preparazione professionale adeguata, essere dinamico e predisposto al cambiamento, avere una visione positiva verso il futuro oltre che godere di buona reputazione e di credibilità. Questi requisiti sono fondamentali in quanto un manager deve essere in grado di ottenere da terzi la disponibilità delle risorse critiche necessarie ad innescare il processo di risanamento. Per farlo, è opportuno che riscuota la fiducia degli investitori e che sia espressivo della volontà di mutamento. È imprescindibile che il management risulti credibile agli occhi degli stakeholder.

L'individuazione delle cause della crisi parte dall'assunto che crisi determinate da cause diverse necessitano di processi di risanamento diversi. Senza agire sulle cause, gli effetti di risanamento di una crisi possono essere annullati nel breve periodo, ma una situazione simile potrebbe tornare a presentarsi in futuro. Il tutto si tradurrebbe in un mero rinvio dei problemi del presente. Le ragioni fondamentali di una crisi aziendale, da cui derivano problemi non risolvibili nel breve periodo, possono essere: di ordine tecnologico, di ordine produttivo e di ordine commerciale.

L'individuazione delle aree interessate dalla crisi consiste nella definizione del perimetro in cui si implementeranno i processi di cambiamento, successivamente all'individuazione delle cause della crisi. In primis, in un'azienda in ristrutturazione è importante riposizionarsi in modo efficiente sul core business senza avere una diversificazione eccessiva delle componenti produttive di reddito. La prima macro-area in cui si individua la crisi aziendale, al fine di ripristinare la produttività del business, è il valore dell'Equity. È importante considerare che il guadagno per gli azionisti è correlato allo sviluppo dell'impresa. Il valore aziendale è determinato calcolando l'Enterprise Value in funzione di una prospettiva futura dei flussi di cassa scontati al WACC, correlandoli al valore di mercato dell'impresa e tenendo in considerazione le componenti finanziarie, operative e di investimento. A partire dalla definizione di questa prima macro-area, si formulano parametri

qualitativi e quantitativi che rappresentano il punto di partenza per le strategie di ristrutturazione. Le crisi, inoltre, si dividono in: crisi di liquidità, quando l'impresa non è in grado di adempiere le obbligazioni a di breve termine, in riferimento ad impegni e passività correnti che interessano componenti del capitale circolante relative alla gestione ordinaria e crisi di solvibilità, dove l'impresa non è in grado di adempiere le obbligazioni di medio/lungo termine. Gli investimenti aziendali generano un reddito non compatibile con gli oneri finanziari.

La pianificazione dei processi di mutamento avviene con l'obiettivo di ottenere discontinuità rispetto al passato. La prima fase è la definizione degli obiettivi, i quali si legano alla correzione di inefficienze del passato e al miglioramento della performance della compagnia. Questo rappresenta una grande sfida per il management e fa riferimento, principalmente, a: abbandono delle componenti di cash flow negative, aumento della competitività dal punto di vista dei costi e aumento del valore di mercato dell'impresa. Avviene tenendo in considerazione le pressioni dell'ambiente esterno ed interno. Un altro fattore da considerare è legato al timing del processo di ristrutturazione e alla definizione del piano in un unico step o in fasi successive, dati gli specifici problemi su cui si definiscono gli obiettivi. Idealmente, la ristrutturazione aziendale deve essere svolta in modo preventivo, antecedentemente alla crisi aziendale o alla manifestazione del rischio di scalata. A seconda del contesto aziendale di riferimento, una ristrutturazione può assumere più forme tenendo in considerazione: linee di business, diversificazione/concentrazione aziendale, operazioni aziendali, abilità della forza lavoro e capacità produttive. Dal lato contabile, l'attività di ristrutturazione può avere determinati oneri, influenzando su ricavi, flusso di cassa e performance economiche future. Tenzialmente, i ricavi tendono ad essere negativi nei primi anni. Un decision-making model può essere programmato in modo dinamico, massimizzando la possibilità di raggiungimento degli obiettivi da parte del manager e considerando le possibili situazioni contingenti che potrebbero presentarsi nel corso del processo. Anche la performance operativa di un'azienda influenza le decisioni manageriali ed è considerata un modo per aumentare la profittabilità, l'efficienza e la competitività aziendale in un determinato periodo di tempo.

Successivamente alla pianificazione della ristrutturazione, è opportuno considerare la coerenza delle alternative con la situazione aziendale contingente. Il sistema azienda ha un ambiente interno ed esterno costituito da più relazioni tra varie componenti. Per ogni processo pianificato è opportuna una valutazione in termini di costi e benefici, tenendo in considerazione i possibili rischi e l'ammontare limitato delle risorse. Il passo conclusivo nella determinazione delle responsabilità legate al ruolo del management consiste alla definizione delle strategie. Svolgendo un esame complessivo della situazione aziendale, i manager definiscono una strategia tenendo in considerazione la sostenibilità

di lungo periodo. Il programma strategico sarà poi implementato a tutti i livelli aziendali, considerando anche i possibili scostamenti dal piano predefinito.

Una strategia di ristrutturazione può assumere aspetti differenti e modellarsi a seconda del contesto in cui sarà sviluppata. Le strategie di risanamento più frequenti si dividono in: produttive, gestionali e finanziarie. Le strategie produttive sono adottate in riferimento al mercato e all'industria in quanto comprenderne la natura e le evoluzioni è importante, soprattutto per catturare nuove opportunità strategiche. Le strategie gestionali, invece, hanno l'obiettivo di rendere più efficiente la Corporate Governance in quanto avente un peso importante nelle decisioni di un processo di ristrutturazione. Infine, si può fare riferimento alle strategie finanziarie se i loro obiettivi consistono in: miglioramento delle condizioni di dissesto finanziario, generazione di flussi di cassa, eliminazione di asset superflui e pagamento dei debitori con conseguente riduzione degli oneri finanziari.

L'obiettivo principale del management consiste nel ripristinare in valore dell'Equity, il quale risulta negativo nelle situazioni di crisi in quanto in valore del debito è maggiore dell'Enterprise Value. Per portarlo a termine, deve fare in modo di generare flussi di cassa cui valore attuale, scontati ad un certo WACC, permetta all'azienda di migliorare la posizione debitoria, aumentare il valore degli asset e riportare l'Enterprise Value a un valore maggiore del debito da cui deriva, pertanto, un Equity Value positivo. Gli obiettivi strategici dell'impresa sono formulati e specificati considerando parametri qualitativi e quantitativi e definendo un orizzonte temporale di riferimento su cui basare la procedura. È importante tener conto delle tempistiche necessarie per completare la ristrutturazione in modo sostenibile, senza creare ulteriori aggravamenti della crisi aziendale in corso. La produzione di risultati a breve termine assume una grande rilevanza tra gli obiettivi del management in quanto, tramite ciò, potrà consolidare la fiducia ottenuta e allargare la base dei consensi tra gli stakeholder, rafforzando i legami e le collaborazioni necessarie al fine di compiere ulteriori progressi. La tempestività rappresenta pertanto una condizione fondamentale per riconoscere e risolvere i problemi in un orizzonte temporale differente rispetto alla gestione ordinaria d'impresa. Il mutamento del top management può essere visto positivamente dal mercato e potrebbe comportare un miglioramento dal punto di vista degli indicatori reddituali dell'impresa. Affinché sia allargata la base dei consensi e si generi un clima di fiducia e appoggio soprattutto nel breve periodo, le prime fasi della ristrutturazione aziendale rappresentano un momento cruciale. È bene che il management individuate le cause della crisi nel breve termine, implementi un cambiamento e definisca un processo di ristrutturazione ben preciso considerando tutte le categorie di stakeholder.

In un processo di ristrutturazione di aziende in crisi è importante che il management individui, all'interno della propria azienda, delle potenzialità reddituali inesprese nel corso del tempo. Una ristrutturazione aziendale punta anche alla generazione di flussi di cassa differenziali in futuro, al di

là di quelli previsti dalla gestione ordinaria dell'impresa, attraverso lo sfruttamento di economie di scala, di scopo e di gamma inesprese precedentemente e derivanti dalla riorganizzazione dell'attivo. Nel processo di ristrutturazione aziendale, con l'obiettivo di individuare potenzialità di miglioramento reddituale, il manager potrebbe modificare l'organizzazione delle attività interne all'impresa. Pertanto, può realizzare e scoprire nuove opportunità per ottenere un'efficienza derivante dalla combinazione di risorse che precedentemente non erano considerate. La scelta di una strategia di risanamento rappresenta un punto fondamentale negli obiettivi del management, affinché la ristrutturazione sia sostenibile. Avviene attraverso la valutazione di una molteplicità di fattori, dei quali se ne esaminano i costi e i benefici, collegando in un rapporto di causa-effetto il reddito operativo e le quantità economiche che lo determinano. Tramite un'analisi di sensitività, è opportuno che il management individui le variabili più incisive mediante le quali definisce le aree d'azione considerando i caratteri dell'efficienza e della sostenibilità. Pertanto, è fondamentale che il management si focalizzi sulla tipologia di strategia da adottare data la crisi aziendale e la capacità di recupero.

Una crisi finanziaria fa riferimento ad una situazione in cui un'impresa si ritrova con un valore del debito superiore al valore del capitale proprio, unitamente ad uno scarso rendimento degli asset. L'impresa non è in grado di generare flussi di cassa derivanti da attività produttive e (specialmente nel lungo periodo) aumenta il rischio di passare da una crisi di liquidità a una crisi di solvibilità. Non riesce quindi ad adattarsi a un nuovo scenario, a differenza dei concorrenti, e di conseguenza perde la propria quota di mercato per ragioni dovute all'assenza di adeguamenti tecnologici e al mancato sfruttamento di economie di scala, di scopo e di gamma.

Le imprese, attraverso varie strategie produttive, devono adeguarsi ai cambiamenti industriali. Tramite approcci innovativi è possibile, in molti casi, definire un proprio vantaggio competitivo prestando particolare attenzione al ciclo di vita dell'industria. L'analisi deve basarsi su una vasta collezione di dati riguardanti competitor, clienti e altri fattori rilevanti per ottenere la più vasta informativa possibile in un ambiente caratterizzato dall'incertezza.

Nella ristrutturazione aziendale un ruolo importante è svolto dalla Corporate Governance. La definizione delle strategie di un'azienda che intraprende un processo di risanamento deve considerare anche un'azione volta ad ottenere una maggior efficienza di tale sistema. Le funzioni di controllo manageriale e di definizione delle politiche da adottare hanno un peso rilevante nella presa di decisioni, anche in ottica di sostenibilità di lungo periodo. In tale ambito, vi è stato un rafforzamento da parte della normativa interna ed esterna al contesto aziendale successivamente ad una serie di casi di fallimenti aziendali (Parmalat, Lehman, Enron etc.) causati dal mancato monitoraggio dell'operato del top management. Si definisce Corporate Governance di un'azienda l'insieme di quei meccanismi

e processi volti a gestire le relazioni con gli stakeholder dell'impresa, determinare la direzione strategica e controllare la performance aziendale. In riferimento agli esempi citati precedentemente, le grandi crisi aziendali possono scaturire da atti dolosi, da una cattiva Governance aziendale e da inefficienze relative alla gestione delle relazioni all'interno dell'impresa. È bene che le imprese cerchino di soddisfare gli interessi degli stakeholder attraverso: una gestione trasparente e una responsabilità sociale. In ogni caso, hanno lo scopo di migliorare le condizioni attuali dell'impresa con l'obiettivo di eliminare determinati difetti del passato, incentivando gli investimenti da parte dei nuovi azionisti. Questi ultimi dovranno sborsare del denaro reale presentando ulteriori costi opportunità legati alla rinuncia ad investimenti alternativi.

L'attuazione di strategie finanziarie può avvenire tramite diverse modalità, come: rinegoziazione delle condizioni debitorie, mediante operazioni di stralcio, consolidamento e compensazione estintiva, destinazione degli utili, nel breve periodo, al pagamento dei debiti con il fine di evitare ulteriori pagamenti di imposte che graverebbero sulle condizioni reddituali dell'impresa e disinvestimenti. La strategia di disinvestimento si divide in due tipologie di operazioni: disinvestimento di asset, che consiste nella cessione di asset fisici e di risorse organizzative e disinvestimento di business, che consiste nella cessione al mercato di una divisione, di una business unit, di una linea di prodotti o di una subsidiary.

Il management deve inoltre decidere in quale direzione e con quale ritmo investire. In tal caso, l'obiettivo consiste nel passaggio dai risultati positivi di breve periodo ad uno sviluppo sostenibile di lungo periodo attraverso un miglioramento sostanziale di efficienza, produttività e valore aggiunto. Il riposizionamento organizzativo consiste in un particolare mutamento dell'organizzazione con il fine di adeguarsi ai cambiamenti del contesto esterno ed ottenere un maggior dinamismo in ottica futura. Può avvenire in vari forme, come modifiche nella struttura organizzativa, nei processi, nelle persone e nello sviluppo di relazioni con l'ambiente. Con l'obiettivo di implementare una strategia di turnaround sostenibile, a livello organizzativo è importante considerare alcuni aspetti che potrebbero risultare fondamentali anche in ottica futura: le relazioni con l'ambiente esterno, la cultura organizzativa le risorse umane.

Nell'ambito delle relazioni con l'ambiente esterno, è fondamentale che l'impresa diventi in grado di comprendere l'evoluzione delle tecnologie e del mercato con l'obiettivo di essere al passo con i competitor.

I mutamenti all'interno dell'organizzazione delle risorse umane in una ristrutturazione aziendale riguardano principalmente le strategie di downsizing, le quali consistono nel compiere riorganizzazioni all'interno della forza lavoro con l'obiettivo di ridurre i costi, migliorare la competitività e aumentare l'efficienza. Se l'impresa vuole rimanere competitiva all'interno di un

mercato globale, spesso e volentieri il downsizing rappresenta una delle poche alternative utili ad evitare crisi aziendali. In molti casi, è dovuto a ragioni esterne non controllabili da parte del management e i risultati attesi consistono in: aumento della competitività aziendale, per via di un riallineamento con l'ambiente esterno, maggior efficienza della struttura interna e semplificazione delle procedure interne.

In una ristrutturazione aziendale, affinché sia mantenuta la produzione di risultati positivi anche nel lungo periodo, il manager può decidere di investire risorse volte a migliorare l'organizzazione tecnica e produttiva. Pertanto, può attuare investimenti in ambito tecnologico con l'obiettivo di mantenere l'impresa competitiva rispetto al mercato e colmare eventuali gap con i concorrenti. Tali strategie si focalizzano sull'innovazione di prodotto e di processo.

L'unicità del ruolo del manager suggerisce che potrebbe considerato l'agent di tutti gli stakeholder, i quali assumono le vesti del principal. Tramite contratti impliciti come espliciti, si trova a conciliare interessi divergenti che dipendono anche dalla struttura di Governance aziendale. La teoria dell'agenzia può assumere, pertanto, diverse forme le derivanti da controparti distinte. Le divergenze di interessi tra principal e agent possono emergere in quanto differenti gruppi hanno diverse funzioni di utilità. Questo può generare conflitti in termini di allocazione delle risorse ed estende il concetto al di là dei singoli portatori di capitale. Il manager opera inoltre con una determinata discrezione. Ad esempio, nel caso di distribuzioni degli utili viene massimizzato il benessere degli azionisti, in quanto tale decisione soddisfa a pieno i loro obiettivi. Ma non vi sono solo i portatori di capitali all'interno dell'ambiente aziendale e i centri d'interesse possono essere molteplici. In molti casi, le strategie perseguite dai manager sono il riflesso di un volere di determinati stakeholder e del loro legame specifico con il management oltre che del funzionamento di meccanismi di incentivazione e monitoraggio.

Nella ristrutturazione aziendale ruolo fondamentale lo gioca l'azionista, il quale è rappresentato come un portatore di capitale con determinati obiettivi. Questi investirà del denaro, puntando a un ritorno sul capitale investito. Un'azienda in crisi presenta un Equity Value negativo, l'azionista non è presente e deve quindi essere reintegrato, tramite un nuovo ingresso o tramite un secondo investimento da parte del preesistente. La ricapitalizzazione è dovuta ad alcuni fattori che determinano l'attrattività dal punto di vista degli investimenti come: valutazione di un piano di ristrutturazione, mutamento del management e miglioramento della situazione debitoria. Il WACC è determinato considerando la prospettiva going concern. Inoltre, il miglioramento della situazione debitoria come incentivo a nuovi reintegri di capitale è dovuto al fatto che il nuovo azionista non vorrà investire qualora non fossero eliminati tutti i difetti del passato di cui non ha responsabilità. Potrebbero sorgere conflitti d'interesse soprattutto se la nomina del management avviene tramite la

proposta degli azionisti, che siano essi già presenti o meno nell'impresa. In tal caso potrebbe generarsi un'alleanza strategica attraverso la quale i portatori di capitale sarebbero privilegiati rispetto ad altri stakeholder. Il rischio principale deriva dal fatto che i top manager cercheranno in tutti i modi di creare un utile distribuibile a discapito di altri portatori di interessi.

L'interesse dell'impresa in un processo di ristrutturazione aziendale è basato su una molteplicità di interessi appartenenti alle varie classi di stakeholder presenti al di fuori degli azionisti. Il top management deve quindi bilanciare interessi distinti in maniera equa, che siano valutati singolarmente o come parte di un network. I vari centri d'interesse devono essere considerati come fonte di valore aggiunto e come parti che contribuiscono al conseguimento degli obiettivi in un contesto d'incertezza, dove l'abbattimento dei problemi d'agenzia rappresenta uno dei passi più importanti da compiere. Nella maggior parte dei casi, in un contesto di ristrutturazione aziendale gli interessi dell'impresa nel suo complesso vanno al di là della semplice distribuzione di utili. Tenendo in considerazione particolari categorie di stakeholder, si basano principalmente su: continuità dell'attività aziendale, miglioramento della situazione debitoria e crescita sostenibile nel lungo periodo.

La continuità dell'attività aziendale riguarda la conservazione del valore degli asset aziendali attraverso una programmazione che produce flussi di cassa positivi tramite i quali è possibile migliorare la situazione debitoria dell'impresa e attuare un cambiamento rispetto al passato. Le classi di stakeholder per le quali assume un'importanza rilevante sono: dipendenti e fornitori. Nel caso dei dipendenti, questi hanno interesse nella continuità aziendale in quanto, in caso di mancata cessazione dell'attività, possono mantenere il loro posto di lavoro. Ciononostante, potrebbero presentarsi delle situazioni di conflitto d'interesse. Supponiamo che la nomina del turnaround manager sia proposta dagli stessi dipendenti oppure dalle loro associazioni rappresentative (sindacati etc.): in tal caso, l'obiettivo principale del management potrebbe essere il mantenimento dei posti di lavoro anche se potrebbe pregiudicare una crescita sostenibile. L'interesse nella continuità dell'attività aziendale vi è anche da parte dei fornitori, in particolare quando l'impresa è l'unico cliente. Potrebbe verificarsi una situazione di conflitto d'interessi qualora siano i fornitori o una particolare categoria di questi a influenzare la nomina del management. Nel piano di risanamento potrebbero: essere privilegiate delle passività di ammontare insignificante rispetto al totale dei debiti, essere privilegiati dei debiti verso fornitori che non presentano un rischio di fallimento correlato all'andamento economico dell'impresa ed essere rimborsati dei debiti che presentano una scadenza superiore rispetto ad altri, aumentando così il rischio di azione revocatoria da parte di altri creditori. In sostanza, si andrebbe ad attribuire la priorità a determinate categorie di portatori d'interessi a discapito di altre.

Il miglioramento della situazione debitoria è un interesse dell'impresa volto a: incentivare nuovi investimenti, data l'eliminazione di alcuni difetti del passato, garantire la continuità dell'attività

aziendale e favorire la crescita dell'Equity Value. Le controparti interessate al miglioramento della situazione debitoria sono: istituti di credito, obbligazionisti e Pubblica Amministrazione. Anche in questo caso possono sorgere conflitti di interessi. Supponiamo che la nomina del management avvenga su proposta degli istituti di credito o di una parte di questi. In tal caso, vi è il rischio che il turnaround manager agisca nell'interesse di tale categoria di stakeholder, compiendo azioni non ottimali in ottica di sostenibilità dell'evoluzione del processo di ristrutturazione, come ad esempio: privilegiare il rimborso dei debiti verso banche, i quali vengono antergati rispetto a debiti tributari, verso fornitori e verso obbligazionisti anche in assenza di specifiche priorità non considerando, ad esempio, il rischio di fallimento di fornitori che hanno come unico cliente l'azienda in crisi o eventuali azioni di recupero forzato da parte di enti statali e obbligazionisti nel caso in cui il loro periodo di rimborso abbia una scadenza inferiore rispetto agli istituti di credito, privilegiare la generazione di utili distribuibili, favorendo la creazione di valore per gli azionisti qualora gli istituti di credito optassero, in riferimento alla maggioranza dei loro debiti, per la compensazione estintiva e destinare gli utili al risanamento delle passività finanziarie. L'ultima opzione risulterebbe privilegiata rispetto alla distribuzione ai soci, i quali potrebbero non ottenere un ritorno sul capitale investito contrariamente alle loro aspettative. Analogamente, se la selezione dei manager incaricati avviene su indirizzo degli obbligazionisti, è questa categoria di passività che potrebbe risultare privilegiata rispetto alle altre, creando così un'altra tipologia di conflitto di interessi. Eventuali utili o plusvalenze potrebbero essere destinati al risanamento di debiti obbligazionari comprensivi di quota interesse e quota capitale a discapito di altre categorie menzionate precedentemente e con ulteriori rischi specifici. Infine, una situazione di conflitto di interessi potrebbe crearsi qualora sia la Pubblica Amministrazione ad orientare la scelta di un turnaround manager. In questo caso, vi è il rischio che si manifestino due situazioni particolari: nel breve periodo, i debiti tributari potrebbero essere privilegiati rispetto ad altre categorie, a prescindere dalle scadenze, rischiando che si manifestino le varie criticità esaminate in precedenza in quanto la destinazione di eventuali utili sarebbe interamente a copertura di passività fiscali, anche in presenza di possibilità di cancellazione o rottamazione di cartelle; nel lungo periodo, qualora la crescita sia sostenibile e produttiva di utili, il management potrebbe privilegiare la distribuzione di utili rispetto al reinvestimento o alla copertura di eventuali passività generando così un reddito fiscalmente imponibile, e, di conseguenza, ulteriori oneri fiscali che avrebbero effetto negativo sul rendiconto finanziario, dei quali beneficerebbe la Pubblica Amministrazione. Successivamente all'implementazione di un processo di ristrutturazione aziendale, la crescita dell'impresa non deve essere solamente un fenomeno sporadico e limitato al breve periodo. Infatti, devono essere eliminate del tutto le cause della crisi evitando nuove ricadute in futuro.

La sostenibilità è intesa come “l’abilità di soddisfare i bisogni dell’azienda nel presente senza privarne le generazioni future”, generando una performance positiva anche in ambito sociale e ambientale. I miglioramenti di quanto è già in possesso dell’impresa e le opportunità associate ai cambiamenti tecnologici e di mercato sono fonti di sviluppo sostenibile di cui potrebbero beneficiare anche gli azionisti nel lungo periodo: ciononostante, risulta essere uno degli aspetti più sottovalutati nella crescita aziendale. Per concludere, potrebbe crearsi un conflitto di interessi con i clienti qualora il management non sia orientato verso uno sviluppo sostenibile. La relazione con la comunità esterna è importante anche in ottica di legittimazione e reputazione del brand in quanto l’apparenza dell’impresa e l’opinione della clientela giocano un ruolo fondamentale anche in termini di ricavi delle vendite.

Un'altra tipologia di conflitto d’interessi potrebbe generarsi in base alla personalità del management, esaminata sulla base della propria funzione di utilità personale e del significato che attribuisce alla creazione di valore. In sostanza, tali conflitti si legano all’orientamento personale del management e potrebbero verificarsi le situazioni esaminate precedentemente, in quanto una crescita aziendale complessiva deve considerare necessariamente tutti gli stakeholder al di fuori dell’azionariato. È bene che si equilibrino le esigenze cercando di massimizzare il profitto e ponendo le basi per un futuro sostenibile.

In alcuni casi, in condizioni d’incertezza, il criterio del massimo profitto è una scelta tra azioni alternative cui risultati potenziali sono descrivibili solo come una distribuzione e non come singolo ammontare. L’orientamento al profitto quindi può, anche per ragioni teoriche, privilegiare la classe degli azionisti soprattutto se la personalità del management risulta orientata verso risultati positivi da cui deriva una creazione di valore per gli shareholder.

Qualora l’orientamento del manager sia definito dalla propensione a massimizzare le vendite, il profitto potrebbe non essere più considerato come un vincolo ma come una variabile strumentale, ossia come un mezzo per ottenere il capitale necessario al fine di aumentare l’espansione aziendale. Quest’ultimo può essere raccolto in parte tramite la ritenzione degli utili e in parte tramite il pagamento dei dividendi, ma solo con l’obiettivo di indurre gli investitori ad apportare altro capitale. Concludendo, in un processo di ristrutturazione aziendale l’orientamento del management verso la crescita della quota di mercato e del volume delle vendite potrebbe essere in conflitto con i portatori di capitale i quali vedrebbero un ritorno sul capitale investito al di sotto delle aspettative. Inoltre, tale situazione potrebbe creare problemi al reparto ricerca e sviluppo perché dovrebbe intensificare il lavoro con il fine di accelerare la scoperta di nuovi prodotti e nuovi segmenti di mercato. Quindi, anche la personalità del management, in contrasto con gli obiettivi di determinati portatori d’interesse, potrebbe rappresentare un ostacolo in termini di qualità e sostenibilità della ristrutturazione aziendale.

Nel corso della gestione aziendale è possibile utilizzare alcuni strumenti per allineare gli interessi di management, impresa e azionisti. A tal fine, i più diffusi sono: Management by Objective (MBO), Long Term Incentive Plan (LTIP) e Stock Option Plan (SOP).

Il Management By Objective (MBO) è un processo in cui i membri di un'organizzazione complessa, lavorando congiuntamente, identificano un obiettivo comune e coordinano i loro sforzi per raggiungerlo. È orientato ai cambiamenti futuri, dal momento in cui devono essere poste le basi per raggiungere determinate condizioni nel lungo termine. Fa riferimento, quindi, a cosa sarà l'organizzazione e, in funzione di questo, a come erogare determinati incentivi. Uno dei presupposti del Management by Objective consiste nel facilitare la derivazione di obiettivi specifici partendo da obiettivi generali, modellando i primi su tutti i livelli organizzativi tramite un nesso strutturale.

Le caratteristiche dello strumento di Management By Objective si definiscono principalmente sul mix di obiettivi assegnato e, nel caso dei top manager, sull'orientamento comune tra management e organizzazione. I punti di forza di tale metodo (MBO) consistono nel conciliare gli obiettivi con la strategia, definire gli obiettivi su più livelli organizzativi, allineare gli obiettivi individuali con i target dell'organizzazione nel suo complesso e fornire determinati feedback in relazione alla performance. Il Management by Objective favorisce inoltre la comprensibilità delle azioni e la creazione di un orientamento aziendale comune con imputazione diretta delle responsabilità ad una specifica persona. Un sistema d'incentivazione che chiarisca le competenze, il raggio d'azione e la molteplicità degli obiettivi dei top executive potrebbe favorire la riduzione di conflitti d'interesse, se ben implementato, e facilitare il coinvolgimento di più componenti aziendali verso un obiettivo comune: la ristrutturazione sostenibile.

I valori utilizzabili come indicatori di performance ai fini dell'erogazione dell'incentivo oscillano tra un minimo (*floor*) e un massimo (*cap*). A partire da questi, può essere delineata una curva di risultato intesa come indicatore fondamentale per erogare di un premio.

Tale metodo è opportuno per definire le responsabilità e i contributi al conseguimento delle performance aziendali. È quindi valido anche per i manager in un contesto ristrutturazione aziendale, soprattutto se delineato sull'assegnazione di obiettivi volti a migliorare l'efficienza economica e la crescita sostenibile bilanciando una molteplicità di interessi che ruotano intorno all'impresa. I Long Term Incentive Plan sono uno strumento di remunerazione degli amministratori di una società cui obiettivo consiste nel miglioramento della performance finanziaria dell'azienda e, di conseguenza, nell'allineamento degli interessi tra executive e azionisti. Gli azionisti (principal) sono configurati come proprietari della compagnia che definiscono una remunerazione per gli amministratori (agent) affinché gestiscano al meglio i loro investimenti. Con tal strumento si cerca di ottenere il benessere di entrambe le parti. Sono configurabili come uno schema di bonus annuali differiti e correlati

direttamente alla performance finanziaria dell'impresa, considerando come indicatori fondamentali la profittabilità e la capacità di creare valore per gli azionisti.

Lo strumento dei Long Term Incentive Plan consiste nell'erogazione di un incentivo monetario per gli executive subordinato al raggiungimento di determinate performance finanziarie sostenibili nel lungo periodo. Il guadagno dipende quindi dal raggiungimento del risultato, è definito stabilendo un valore minimo e un valore massimo raggiungibile e fa riferimento, in genere, ad indicatori economico/redditali come: Earning per Share (EPS), Total Share Return (TRS), Share Price (SP) e Operating profit. Rappresenta quindi una componente del sistema premiante adeguata affinché il processo di turnaround si concluda correttamente prevenendo eventuali conflitti di interesse, soprattutto se l'erogazione avviene successivamente ad un periodo significativo per la valutazione del processo di ristrutturazione, considerando anche il conseguimento di una serie di sotto-obiettivi intermedi i quali, nel loro congiunto, delineano l'obiettivo finale.

In un contesto di ristrutturazione aziendale anche gli Stock Option Plan possono essere considerati uno strumento per retribuire e fidelizzare i manager affinché adottino le decisioni strategiche più rilevanti per un'azienda in crisi. Consistono nell'assegnazione gratuita di opzioni call, ossia contenenti il diritto ad acquistare azioni della stessa società ad un prezzo predeterminato (strike price). L'obiettivo dei piani di stock option è vincolare una parte della retribuzione variabile all'andamento del titolo sul mercato, stimolando così gli executive verso il miglioramento dell'efficienza e della redditività del gruppo. Consiste quindi nel pagamento correlato alla performance, con il fine di assicurarsi che i manager compiano i loro obiettivi e siano orientati verso il successo tenendo conto di un eventuale apprezzamento o deprezzamento delle azioni. La decisione di utilizzo dello strumento degli Stock Option Plan si articola intorno alla definizione di un vesting period, inteso come una variabile fondamentale per la riuscita del processo di ristrutturazione. Definire il periodo che intercorre tra la concessione del diritto di opzione e il momento in cui diviene esercitabile è fondamentale per indirizzare i comportamenti manageriali verso una ristrutturazione che non sia produttiva di utili solo nel breve periodo ma che comporti il superamento di problemi strutturali in modo tale che si ottenga una situazione aziendale positiva anche nel lungo periodo. La definizione di uno specifico periodo dipende dagli obiettivi aziendali e dalla situazione contingente.

I fixed value plan consistono nell'attribuzione, agli executive, di un numero di opzioni a valore costante e predeterminato.

Invece, i fixed number plan predeterminano il numero di opzioni da assegnare al top management.

Infine, i megagrant plan definiscono a priori sia il numero delle opzioni che il prezzo di esercizio al momento della concessione del diritto. Quindi, il legame tra performance e retribuzione è ancora più forte rispetto agli altri due strumenti, soprattutto nel breve periodo.

In ogni caso, è importante tener conto dell'orizzonte temporale di riferimento con il fine di non rendere la ristrutturazione aziendale un fenomeno sporadico, limitato al breve termine, ma cercando di implementare miglioramenti costanti a livello strutturale.