

Il nuovo codice della crisi d'impresa e le strategie di TurnAround

Introduzione	3
1. La crisi di impresa. Cause interne ed esterne.	4
1.1 La crisi d'impresa.	4
1.2 Le cause esterne della crisi d'impresa	6
1.2.1 La crisi finanziaria dei mercati	6
1.2.2 La rivoluzione digitale.	7
1.2.3 Mutamento delle tendenze di consumo.	10
1.3 Le cause interne della crisi d'impresa	12
1.3.1 Inadeguatezza della Corporate Governance	12
1.3.2 Incapacità del management di effettuare previsioni future – Caso Blockbuster	13
1.3.3 Scarsa comunicazione tra i vari livelli manageriali	14
1.3.4 Elevato indebitamento	15
1.3.5 Inerzia della struttura organizzativa – Caso Firestone Tire	16
2. Istituti giuridici per il superamento della crisi aziendale. Il nuovo codice della crisi d'impresa.	18
2.2 Procedura di allerta e composizione assistita della crisi	19
2.2.1 Le linee guida	19
2.2.2 Gli obblighi dei soggetti	20
2.2.3 L'organo di composizione della crisi d'impresa (OCRI)	21
2.2.4 Il procedimento di composizione assistita della crisi	22
2.2.5 Misure protettive	22
2.2.6 Misure premiali	23
2.3 Gli indicatori di rilevatori di crisi	24
2.3.1 Gli indicatori di sostenibilità dei debiti	25
2.3.2 Gli indicatori di continuità aziendale	27
2.3.4 Gli indicatori di tempestività dei pagamenti	29
2.4 Il modello Z-score di Altman	30
2.5 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti	31
2.5.1 Il contenuto degli accordi di ristrutturazione	32
2.5.2 Le novità del nuovo codice della crisi d'impresa	33
2.6 Il concordato preventivo	34
2.6.1 Il concordato preventivo in continuità aziendale	35
2.7 Conclusioni	35
3. Le strategie di turnaround	37
3.1 L'opzione tra risanamento e liquidazione. La preferenza a risanare	37
3.1.1 Modello di valutazione a supporto della scelta di risanamento	38
3.2.1 Cost retrenchment	43

3.2.2 Asset retrenchment.....	45
3.3 Le azioni di recovery	47
3.3.1 Ricombinazione delle risorse esistenti.....	48
3.3.2 Acquisizione di nuove risorse	48
3.3.3 Alleanze strategiche.....	49
3.4 La corporate Governance nel processo di Turn Around	50
3.5 La blue ocean strategy.....	53
3.6 I risultati del processo di Turnaround e il ritorno alla creazione del valore	54
3.7 Le strategie di TurnAround nell'Asia Orientale. Differenze con l'Occidente.....	55
3.7.1 Riconoscimento del declino.....	56
3.7.2 Retrenchment.....	57
3.7.3 Recovery	58
3.7.4 Sostituzione del CEO.....	58
3.7.5 Velocità del processo di turnaround	59
3.7.6 Conclusioni.....	59
4. Analisi della crisi aziendale e proposte strategiche per il ritorno alla creazione del valore. Tre casi a confronto	60
4.1 Caso Gold Angels.....	60
4.1.1 Proposte strategiche per il ritorno alla creazione del valore dell'azienda Gold Angels.....	71
4.2 Caso Salumi Tuoi.....	72
4.2.1 Proposte strategiche per il ritorno alla creazione di valore dell'azienda Salumi Tuoi.....	81
4.3 Caso Elettra S.r.l.....	84
4.3.1 Proposte strategiche per il ritorno alla creazione del valore dell'azienda Elettra S.r.l.....	95
5. Conclusioni	96
BIBLIOGRAFIA	98

Introduzione

Il presente contributo nasce dalla volontà di voler presentare una tematica attuale, nonché delicata come le strategie di Turnaround ed il nuovo codice della crisi d'impresa.

Nel primo capitolo verranno trattate le cause principali della crisi d'impresa, tramite una distinzione tra cause esterne ed interne. Nello specifico, quindi, verranno esposte le dinamiche relative alle pressioni sia esterne che interne che minacciano la sopravvivenza dell'impresa, ovvero: la crisi finanziaria dei mercati, la rivoluzione digitale, il cambiamento delle tendenze di consumo, l'inadeguatezza della corporate governance, l'elevato indebitamento aziendale, la scarsa comunicazione manageriale, e l'inerzia organizzativa.

Nel secondo capitolo verranno trattati i principali istituti giuridici di superamento della crisi aziendale, a tal proposito si prenderà in esame il nuovo codice della crisi d'impresa che entrerà in vigore il 15 agosto 2020. Verranno esposte, quindi, le principali differenze con il sistema normativo vigente. Nello specifico, il nuovo codice esprime una diversa filosofia rispetto alla "vecchia" legge fallimentare, in quanto orientato al proseguimento dell'attività imprenditoriale tramite l'introduzione di strumenti di allerta in grado di far emergere tempestivamente lo stato di crisi di impresa e di insolvenza dell'imprenditore, per consentire alle imprese in difficoltà economico/finanziaria di ristrutturarsi in una fase precoce del declino, ma anche con la finalità di rendere meno traumatico lo stato di fallimento, quando quest'ultimo è inevitabile. La preferenza del legislatore nello strumento negoziale e di risoluzione della crisi d'impresa rispetto a quello giudiziale maggiormente orientato alla disgregazione si concretizza anche nelle novità introdotte nell'accordo di ristrutturazione dei debiti e nel concordato preventivo, al fine che tali istituti possano essere utilizzati più agevolmente dalle imprese in difficoltà.

Nel terzo capitolo verranno elaborati i modelli di gestione delle strategie di turnaround aziendale. Molte organizzazioni entrano in uno stato di declino poiché non riescono ad anticipare, riconoscere e adattarsi a pressioni provenienti sia dall'interno che dall'esterno che minacciano l'esistenza dell'impresa stessa. Le strategie di turnaround rappresentano quindi un'opzione di risposta a queste pressioni, in quanto mirano ad attenuare tali minacce al fine di recuperare il valore perso nel tempo, con effetti positivi sulle performance aziendali. L'obiettivo principale dell'imprenditore in stato di crisi è quello di valutare la convenienza dell'attuazione delle strategie di Turnaround. In primis, quindi, verrà analizzato il modello di valutazione a supporto della scelta di risanamento che consente di valutare se un eventuale piano di turnaround aziendale riuscirà a garantire o meno un ritorno economico ai finanziatori. In un secondo momento, invece, verranno elaborate le pratiche messe in atto dalle imprese in declino al fine di avere un riscontro positivo sulle performance aziendali, ovvero: retrenchment, recovery, sostituzione dei membri del TMT e in particolare del CEO e la strategia dell'oceano blu.

Nel quarto capitolo, infine verranno proposti tre casi aziendali in situazione di crisi economico/finanziaria. L'obiettivo principale sarà quello individuare le determinanti del declino d'impresa, con il supporto dell'analisi degli indici di bilancio e del modello di previsione della crisi aziendale Z-score di Altman e proporre soluzioni strategiche ad hoc che abbiano il fine del ritorno alla creazione del valore.

1. La crisi di impresa. Cause interne ed esterne.

1.1 La crisi d'impresa.

La crisi d'impresa rappresenta un tema di grande attualità, soprattutto a causa del contesto incerto e dinamico in cui le aziende si trovano ad operare. Ricordiamo, infatti la crisi economica del 2008 che ha raggiunto il suo apice nel 2013 i cui effetti sono ancora oggi molto visibili.

Mentre prima del 2008 la crisi aziendale era considerato un evento episodico e straordinario, oggi sembra avere un nuovo connotato; viene configurata come un momento ricorrente del ciclo di vita di un'impresa, riconducibile a cause sia interne che esterne ad essa.

Non esiste in letteratura una definizione univoca di crisi aziendale, tuttavia proviamo ad inquadrare il concetto.

La crisi d'impresa è uno stato patologico aziendale che si può manifestare tramite il default o l'insolvenza, ed è seguita o dal ripristino delle condizioni di economicità dell'impresa o dalla cessazione dell'attività¹.

Dato l'obiettivo della tesi, è intuibile percepire che la trattazione si occuperà di analizzare il tema sempre in un'ottica di risoluzione della crisi.

Tuttavia la crisi è considerata come una fase acuta di declino dell'impresa caratterizzata da perdite economiche, dal manifestarsi di fenomeni di dissesto finanziario, dall'incapacità di generare flussi di cassa e di tenere fede alle obbligazioni contratte con i principali creditori, e dall'elevato rischio caratterizzante le principali attività dell'impresa².

L'insolvenza e il dissesto di un'impresa sono il risultato di un processo che può variare di durata da caso a caso.

¹ Bertoli.G (2000), Crisi D'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore.

² A. FALINI, La crisi di impresa e le sue cause: un modello interpretativo.

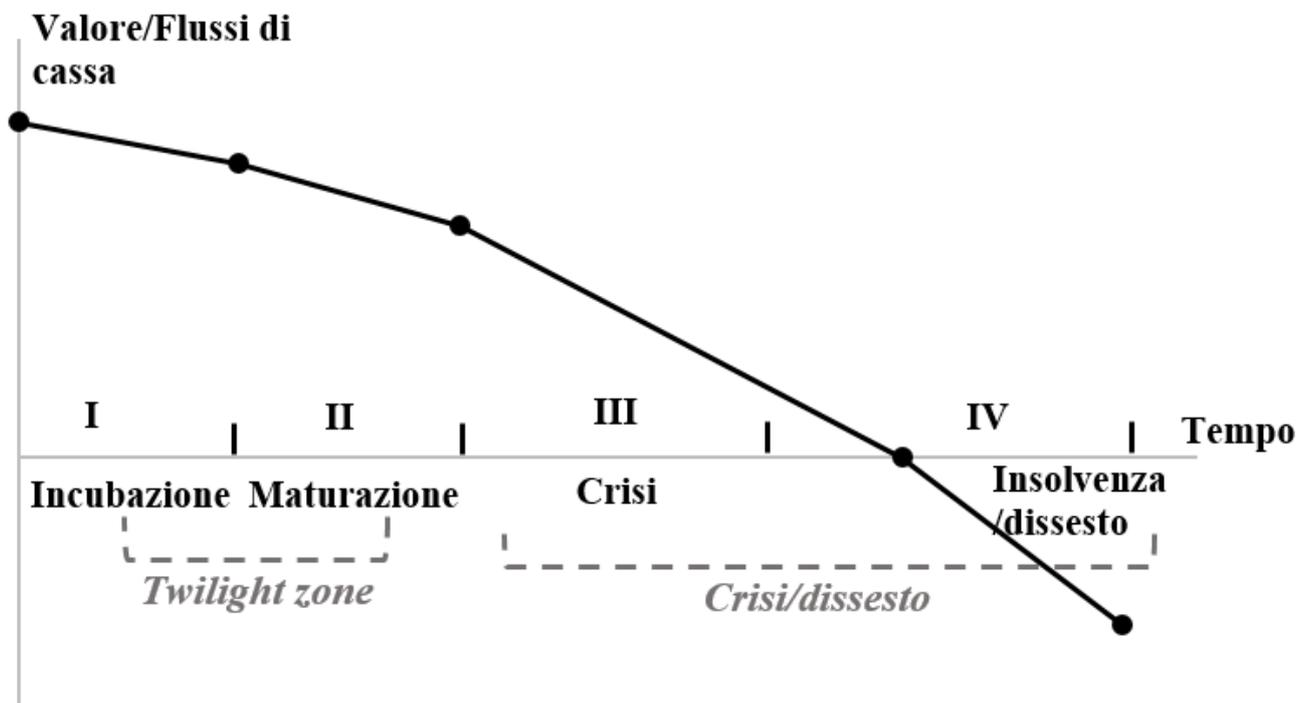


Figura (1): Il processo di deterioramento del valore di un'impresa³.

Il grafico rappresenta il percorso di deterioramento del valore di un'impresa, in funzione dei flussi di cassa che riesce a generare e quindi dell'equity value.

Il percorso di perdita del valore di un'impresa si può dividere in 4 fasi: l'incubazione, la maturazione, la crisi e l'insolvenza/dissesto⁴.

La prima fase è l'incubazione. Durante questa fase si iniziano a manifestare i primi segni di inefficienza aziendale.

Nella fase della maturazione le inefficienze tendono ad intaccare le risorse aziendali e il livello di indebitamento finanziario aziendale tende ad aumentare.

Nel terzo stadio, la crisi, iniziano a manifestarsi i primi squilibri finanziari. Tutto ciò è seguito da ripercussioni sulla fiducia dei principali stakeholders dell'impresa.

La fase dell'insolvenza e del dissesto aziendale, infine, si raggiunge solo in assenza di tempestive manovre di risanamento attuate nelle precedenti fasi.

L'intero processo di deterioramento del valore di un'impresa si divide a sua volta in due macro- fasi: La Twilight zone e la Crisi/dissesto⁵.

Durante la prima macro-fase, la Twilight zone, iniziano a manifestarsi le prime inefficienze. La qualità dei prodotti e dei servizi offerti dall'impresa tende a peggiorare, ciò produce effetti negativi sia sull'immagine aziendale, sia sui rapporti con gli stakeholders principali. La capacità reddituale dell'impresa si comprime,

³ L. GUATRI, Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore. Milano, Egea, 1995.

⁴ L. GUATRI, Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore. Milano, Egea, 1995.

⁵ L. GUATRI, Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore. Milano, Egea, 1995.

nonostante questa fase non sia caratterizzata da flussi di cassa negativi che tendono ad avere un andamento decrescente.

La seconda macro-fase, crisi/dissesto, è caratterizzata da una profonda instabilità aziendale, accompagnata da ingenti perdite economiche, squilibri dei flussi finanziari e una diminuzione della capacità di accesso al credito, fino al raggiungimento dell'impossibilità di tenere fede alle obbligazioni contratte con i principali clienti.

Questa fase diventa inevitabile, se il management aziendale, una volta percepiti i primi segnali di crisi durante la Twilight zone, non mette in atto delle azioni correttive, ovvero, non intraprende dei processi di *TurnAround* aziendale, conducendo l'impresa nella drammaticità della crisi⁶.

Nei paragrafi successivi verranno analizzate le principali cause della crisi di impresa, per poi trattare degli strumenti giuridici e manageriali di risoluzione della crisi.

Distinguiamo le cause delle crisi d'impresa in due categorie:

- le cause esterne;
- le cause interne.

1.2 Le cause esterne della crisi d'impresa

1.2.1 La crisi finanziaria dei mercati

In un contesto macroeconomico, la crisi finanziaria si manifesta quando la domanda di denaro, sotto forma di capitali da parte delle aziende è superiore rispetto all'offerta da parte delle banche e degli investitori.

La crisi finanziaria è una delle più svariate situazioni dove attività finanziarie tendono a perdere gran parte del loro valore nominale. Altre situazioni che vengono spesso chiamate crisi finanziarie includono i crolli delle borse e lo scoppio di altre bolle finanziarie, crisi valutarie e inadempienze sovrane.

Molto spesso essa può derivare da errori di investimento causati a loro volta dalla mancanza di conoscenza e dalla non perfetta razionalità dell'essere umano⁷.

Uno degli esempi di crisi finanziaria è il crollo di Wall Street, avvenuto il 24 ottobre del 1929, il cosiddetto giovedì nero. Ed è proprio in questa data che furono vendute 13 milioni di azioni senza un limite di prezzo. Il giovedì nero fu seguito da altri due episodi a breve distanza di tempo, il 28 ottobre e il 29 ottobre, giorni in cui più di 16 milioni di azioni furono vendute in un solo giorno; un fenomeno di vendite incontrollate di azioni da parte di investitori privati desiderosi di disfarsene a seguito di un drastico calo dell'indice di borsa. "La caratteristica peculiare del grande disastro del 1929 era che il peggio continuava a peggiorare"⁸.

La crisi ebbe inizio quando a partire dalla primavera, la Riserva Federale attuò una politica monetaria espansiva che rese possibile un aumento di liquidità per le banche e gli individui, impiegata in larga parte in acquisto di azioni quotate a Wall Street da parte di privati anche per il tramite di *investment trust*. Si venne a creare la cosiddetta "bolla finanziaria", che portò ad un rialzo dei prezzi a causa di investimenti speculativi

⁶ A. FALINI, La crisi di impresa e le sue cause: un modello interpretativo.

⁷ D.Adda. C, La crisi finanziaria globale 2008-2009.

⁸ Da J.K. Galbraith, Il grande crollo, Ed. BUR (2009).

spinti da prospettive ottimistiche ma irrealistiche riguardanti la crescita dei profitti futuri delle società industriali.

Un altro significativo e più recente esempio è la crisi finanziaria del 2008, causata dai mutui *subprime*. Questi ultimi sono dei mutui ad alto rischio che venivano concessi a soggetti che in condizioni di normalità, non avrebbero ottenuto credito in quanto reputati non in grado di concedere opportune garanzie. Tutto ciò veniva ulteriormente danneggiato dalla cartolarizzazione, che connetteva i mutui con gli investitori di tutto il mondo. Nello specifico, con la cartolarizzazione, gli istituti di credito trasformavano i loro mutui in titoli e in seguito li trasferivano a soggetti terzi (le società veicolo), così potevano riscuotere il proprio credito senza aspettare il termine del mutuo. Con questo sistema, i creditori potevano vendere il mutuo alle banche di investimento, esse combinavano migliaia di mutui e altri prestiti, inclusi i pagamenti per le auto, le rate scolastiche e i debiti delle carte di credito, per creare dei complessi derivati chiamati *Collateralised Debt Obligation*, ovvero CDO. Gli istituti di credito così iniziarono a concedere mutui altamente rischiosi non importandosi dell'eventuale mancato pagamento del debito da parte dei contraenti del mutuo. Anche le banche di investimento videro aumentare i propri profitti perché i CDO venduti erano sempre di più. Tutto questo fu accompagnato dalla famosa “bolla immobiliare”. Dato che gli individui potevano avere dei mutui a condizioni molto vantaggiose, gli acquisti delle case aumentarono e con questi, i relativi prezzi, il risultato fu la più grande “bolla speculativa” della storia.

Nel 2008 iniziarono a raddoppiare i prezzi delle case e ci fu un'implosione della cartolarizzazione. Data l'impossibilità degli investitori di poter rivendere i propri prestiti alle banche di investimento, questi ultimi persero valore e così cominciarono i fallimenti.

Possiamo concludere che le conseguenze della crisi finanziaria del medio-lungo termine possono essere drastiche. I prezzi delle azioni aumentano e anche quelli delle materie prime. Inoltre lo stato di salute delle banche e degli istituti di credito tende a peggiorare, tutto ciò è seguito da una sempre maggior difficoltà a concedere prestiti a individui e imprese. Ne consegue per queste ultime una contrazione dei ricavi e una maggior pressione dei costi.

1.2.2 La rivoluzione digitale.

L'innovazione è considerata oggi giorno, uno dei principali motori dell'economia capitalista. Infatti, attualmente, il successo economico di un determinato paese dipende anche dall'abilità delle imprese operanti di assorbire le opportunità derivanti dalla diffusione delle nuove tecnologie⁹.

Il grado sottostante riporta i dati del Global Innovation Index 2018.

⁹ Confindustria (2016), La trasformazione competitiva digitale, Le leve di politica industriale per la crescita.

Global Innovation Index 2018 rankings

Country/Economy	Score (0–100)	Rank
Switzerland	68.40	1
Netherlands	63.32	2
Sweden	63.08	3
United Kingdom	60.13	4
Singapore	59.83	5
United States of America	59.81	6
Finland	59.63	7
Denmark	58.39	8
Germany	58.03	9
Ireland	57.19	10
Israel	56.79	11
Korea, Republic of	56.63	12
Japan	54.95	13
Hong Kong (China)	54.62	14
Luxembourg	54.53	15
France	54.36	16
China	53.06	17
Canada	52.98	18
Norway	52.63	19
Australia	51.98	20
Austria	51.32	21
New Zealand	51.29	22
Iceland	51.24	23
Estonia	50.51	24
Belgium	50.50	25

Figura (2) Global Innovation Index 2018¹⁰.

Il Global Innovation Index (GII) è una pubblicazione annuale creata dalla INSEAD Business School nel 2007 e attualmente co-pubblicata con la Cornell University. Il rapporto espone, tra gli altri dati, l'indicatore che classifica i paesi dell'Asia, Europa, America, Africa e Oceania, in termini di ambiente favorevole, nonché i loro risultati, in relazione all'innovazione. Molti paesi utilizzano il GI come strumento di azione

¹⁰ WIPO (World Intellectual property organization), Global Innovation Index 2018.

per migliorare le proprie prestazioni in termini di innovazione, analizzando l'uso di tecnologia avanguardistiche nel campo energetico, di stoccaggio, di distribuzione e di consumo. Nello specifico, entrando nel merito di alcune aree che compongono il punteggio complessivo, è possibile comprendere i punti di forza e i punti di debolezza, in termini di innovazione, di ogni paese. Trattasi, quindi, di uno strumento a sostegno soprattutto delle politiche pubbliche, allo scopo di incentivare la ricerca e l'uso di tecnologie avanguardistiche nei vari campi sopra citati.

Tali tecnologie avanguardistiche ridimensionano le condizioni di concorrenza esistenti, nei vari paesi, trasformando la catena del valore e impattando sui fattori critici di successo di un'industria¹¹. Il fenomeno della digitalizzazione, nonostante, comporta dei benefici in termini soprattutto di costi, può diventare anche un ostacolo per l'impresa che non riesce ad adattare il proprio modello di business alle nuove esigenze del mercato¹². L'abilità nel competere, quindi, in determinati contesti diventa sempre più strettamente legata alla strategia imprenditoriale che si vuole adottare. Le imprese *"incumbent"*, cioè le imprese esistenti nel mercato, tendono, di conseguenza ad offrire prodotti con funzionalità sempre più sofisticate, in grado di soddisfare la domanda maggiormente esigente della clientela. Tali prodotti però essendo più sofisticati, tendono a diventare più costosi, causando un ribasso della domanda, in quanto il mercato non riesce ad assorbire un così veloce e progressivo sviluppo tecnologico. Così assistiamo all'interposizione di due regimi: il primo caratterizzato da imprese dominanti che, attraverso l'uso di funzionalità più avanguardistiche in ambito tecnologico, ridimensionano le regole del settore in cui operano, il secondo caratterizzato dalle cosiddette imprese *"disruptive"*, che introducono nel mercato nuove ma più semplici tecnologie, di gran lunga meno costose, ottimizzando il rapporto qualità prezzo¹³. Queste ultime, quindi finiscono per diventare il principale punto di riferimento per il mercato. A questo punto le imprese *"incumbent"* caratterizzate da modelli di business convenzionali e routinari, non riescono a percepire la minaccia competitiva. Tale disattenzione, molto spesso è il primo passo verso una situazione di declino. Quindi, nonostante, nella maggior parte dei casi, le imprese *"incumbents"* hanno una maggior esperienza rispetto alle nuove entranti, soprattutto nel raccogliere informazioni e effettuare previsioni sull'andamento dinamico del mercato in cui operano, tendono ad essere inefficienti. L'inefficienza, quindi, è radicata all'interno dell'organizzazione, nella sua cultura, nel suo *"modo di pensare"*, nei suoi processi routinari che ostacolano la spinta verso il cambiamento del modello di business per poter superare le sfide poste in essere dallo sviluppo e tecnologico¹⁴. Il fenomeno delle *digital transformation* sta ridefinendo quindi i confini dell'impresa, la combinazione delle sue risorse e competenze, in quest'ottica, può essere inclusa tra le principali cause per il declino di un'impresa.

¹¹ Tushman e Anderson 1986, Technological discontinuities and organization environments.

¹² E. Peruffo Le strategie di Turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo.

¹³ Tushman e Anderson 1986 Technological discontinuities and organization environments.

¹⁴ Clayton M. Christensen, The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail.

1.2.3 Mutamento delle tendenze di consumo

Il cambiamento delle tendenze di consumo, è un tema di particolare rilevanza, in quanto strettamente legato con quello della crisi economica, ovvero della recessione. Infatti, nei periodi di prosperità, le tendenze di consumo tendono ad essere abbastanza invariate. Nel periodo antecedente alla grande recessione, il contesto economico ebbe un effetto profondo sulle tendenze dei consumatori che si mostravano essere maggiormente “appetitosi” nei confronti delle offerte provenienti dal mercato e disposti anche a pagare un prezzo “premium” per vivere un’esperienza di consumo¹⁵.

La crisi economica, provoca degli effetti significativi sui comportamenti dei compratori, modificando determinati trends di consumo. Tali effetti possono essere di varia intensità; in molti casi sono brevi e superficiali e non portano a cambiamenti radicali; altri possono essere catastrofici soprattutto se influiscono anche sul panorama normativo e regolatorio, provocando dei danni sia alle imprese che ai consumatori¹⁶. Ricordiamo che la Grande Depressione del 1930 ebbe un impatto disastroso a lungo termine sulle esperienze di consumo di migliaia di persone che vissero all’insegna del risparmio.

Ma, in che direzione si muovono i trends di consumo in funzione della crisi economia?

Flatters e Wilmott hanno analizzato otto tipi di trends, che durante il lasso di tempo di recessione hanno, omogeneamente, degli andamenti crescenti o decrescenti.

I trend che mostrano avere un andamento crescente sono:

- **Preferenza verso la semplicità**

In situazione di crisi economica, molto spesso gli individui indirizzano le loro scelte verso la semplicità. Già prima della Grande recessione, i consumatori iniziarono a sentirsi sopraffatti dai prodotti sofisticati, caratterizzati da un’eccessiva complessità. La Apple infatti nel 2007, percepì tale tendenza, lanciando il nuovo ed elegante Iphone facile da utilizzare. La recessione, però, incrementò tale tendenza e i consumatori cominciarono a rivolgersi sempre di più verso i brand di fiducia, che facilitarono la vita del consumatore instaurando in esso un senso di sicurezza.

- **Maggior focus sulla Governance di un’impresa**

La crisi finanziaria si manifesta anche sulle reazioni dei consumatori nei confronti della Governance delle imprese, soprattutto quando i membri del “board” mostrano avere comportamenti non etici e scorretti, o tendono ad essere inefficaci nella gestione. Il cliente quindi punisce l’incompetenza e la scorrettezza dell’alta dirigenza, soprattutto in caso di salvataggi di carattere finanziario che hanno portato in sesto aziende mal gestite. Recenti studi hanno dimostrato che mentre durante la crisi economica gli alti dirigenti di imprese sull’onda della crisi sono sotto il mirino dei consumatori insoddisfatti, durante i periodi di prosperità, il focus sul *board* delle imprese non è una priorità.

¹⁵ Flatters.P , Wilmott,M Understanding the post-recession consumer.

¹⁶ Flatters.P , Wilmott,M Understanding the post-recession consumer.

- **Propensione al risparmio**

Molti consumatori anche nei periodi di prosperità sono sempre stati tendenti al risparmio, poiché non avevano scelta, a causa delle loro limitate disponibilità economiche. Con l'avvento della recessione, però, la tendenza al risparmio mostra avere un andamento di gran lunga crescente e gli individui mostrano una preferenza per una vita più sana ma anche più economica.

- **Consumo volubile**

In situazioni di crisi economica, la tendenza dei consumatori ad abbandonare sempre di più un marchio di fiducia per rivolgersi ad un altro, assume una posizione rilevante.

Tuttavia, la tecnologia e i social network incoraggiano questa tendenza, contribuendo ad un ulteriore aumento della volubilità nei processi decisionali del consumatore.

I trend che mostrano avere un andamento decrescente sono:

- **Consumo ecologico**

In questi ultimi decenni il consumatore mostra una sensibilità elevata nei confronti del consumo ecologico, anche se tale tendenza durante i periodi di recessione tende a rallentare. Gli individui, così, rinunciando a pagare un prezzo “premium” per acquistare un prodotto ecologico, preferendo così il risparmio. La crisi economica, però, rallenta tale tendenza ma non la elimina del tutto, poiché il mercato si sta dirigendo sempre di più verso la vendita di prodotti ecologici e allo stesso tempo economici. Questa nuova forma di consumismo ecologico è rafforzata dalla fiorente domanda di semplicità, dal crescente appello al risparmio discrezionale, e dalle norme sociali contro i consumi stravaganti.

- **Mancata fiducia per le istituzioni**

Gli ultimi decenni sono caratterizzati da una marcata sfiducia degli individui nei confronti delle istituzioni che incide fortemente sull'andamento delle attività economiche. Si assiste ad una progressiva perdita di fiducia degli individui in particolare su aspetti come l'integrità di politici o magistrati, gli sviluppi incerti delle crisi, la qualità e la veridicità delle informazioni diffuse dai media. A causa di questa insicurezza, si cerca una via di salvezza, affidandosi agli organi amministrativi, in quanto delegati a risolvere la situazione economica.

- **Consumo etico**

Per consumo etico si intende l'approvvigionamento di beni e servizi da parte del consumatore che abbia come priorità l'utilità sociale nella spesa di tutti i giorni. Può ritenersi concepibile che, in periodi di crisi, si assiste a un calo drastico del consumo etico. Gli individui hanno una minore attenzione nell'indirizzare i propri risparmi verso consumi altruistici, come per esempio le donazioni, per dedicarsi maggiormente al sostegno economico di loro stessi e delle loro famiglie.

- **La ricerca di esperienze estreme**

Il desiderio di accumulare esperienze estreme, oltre ai beni materiali, soprattutto se sono care, rischiose e dannose per l'ambiente, tende a calare drasticamente nei periodi di crisi. Tutto ciò a causa del maggior senso di responsabilità e serietà che si diffonde tra i consumatori, durante il periodo di recessione. Tuttavia, senza

generalizzare, alcune esperienze che non richiedono elevati impegni economici da parte del consumatore, molto spesso coincidenti con quelle che permettono a quest'ultimo di vivere un'esperienza ravvicinata con la natura, continuano ad avere successo.

Tali cambiamenti di tendenza di consumo possono avere effetti drastici sul ciclo di vita dell'impresa. Un buon management deve avere l'abilità di percepire con tempestività tali cambiamenti, e servendosi anche dell'analisi dei dati storici, impostare delle azioni correttive. Qualora il management non fosse in grado di percepire questo mutamento delle tendenze di consumo, si potrebbero verificare effetti negativi sulle performance aziendali, dovuti, in gran parte, alla perdita dei clienti principali e successivamente dalla contrazione dei ricavi aziendali.

1.3 Le cause interne della crisi d'impresa

1.3.1 Inadeguatezza della Corporate Governance

Una delle cause interne della crisi d'impresa è l'inadeguatezza della *Corporate Governance*. La necessità di ricorrere ad una ristrutturazione, molto spesso, è il risultato di una gestione non efficiente del *board* di un'impresa. La qualità del sistema di *governance* aziendale condiziona la performance dell'impresa e, in caso di declino della stessa, può accelerarne il decorso ed incidere concretamente sul rischio di default.

Sussistono molti fattori che incidono sull'adeguatezza del *board* di un'azienda. Un primo fattore è la composizione del *board*. Questo fattore è importante perché influisce sulla convenienza delle scelte strategiche messe in atto da un'azienda.

Hoskisson and Turkche (1990), attraverso diversi studi, hanno dimostrato l'esistenza di una relazione tra la composizione della *governance* di un'impresa, le operazioni di diversificazione e la necessità di porre in atto un piano di ristrutturazione a causa degli effetti negativi derivanti da un'ingiustificata ed eccessiva diversificazione. Tali effetti sono: un indebolimento del controllo strategico sulle varie *business units* di un'impresa un eccessivo indebitamento nel breve termine (dato che nella gran parte dei casi le imprese diversificano mettendo in atto acquisizioni), ma anche un minore investimento sulle attività di ricerca e sviluppo.

I consigli di amministrazione hanno una responsabilità elevata sull'impatto strategico e sulle prestazioni di un'impresa. Una particolare attenzione va sui membri "outsiders" del consiglio di amministrazione, cioè su coloro che non partecipando direttamente all'implementazione delle strategie aziendali hanno un coinvolgimento minore sulla gestione operativa del business. Tuttavia questi ultimi, sono fondamentali per garantire un controllo efficace sull'operato del management, visto che da questo punto di vista, gli amministratori esecutivi possono trovarsi in conflitto d'interesse.

Quindi per stabilire l'adeguatezza della *Corporate Governance* di un'impresa, importante è analizzare la composizione del *board*. Molte volte un numero elevato di "outsiders" rispetto a quelli "insiders", all'interno del *board*, nonostante la loro funzione sia salvaguardare gli investimenti degli azionisti, può portare a livelli alti di inefficienza nella gestione aziendale. Gli amministratori non esecutivi infatti non sono a stretto contatto con le azioni operative di un'azienda giorno per giorno. Tuttavia, per un efficiente monitoraggio

dell'operato manageriale, questi ultimi, necessiterebbero di accedere all'archivio di informazioni soprattutto di rilievo strategico, per poter decidere in seguito le azioni da intraprendere. Ciò, molto spesso non accade, a causa di un'asimmetria informativa tra gli amministratori esecutivi e quelli non esecutivi. A causa di tale asimmetria, gli amministratori "outsiders" usano dati e informazioni di carattere prettamente finanziario per effettuare le loro valutazioni. Quest'enfasi sui risultati finanziari di un'impresa può portare ad un aumento dell'avversione al rischio da parte del management, poiché questi ultimi devono accettare un maggior rischio per massimizzare i risultati finanziari richiesti dal consiglio di amministrazione. Come risultato i manager, per "spalmare" il rischio finanziario delle operazioni aziendali, puntano a diversificare, molto spesso rivolgendosi a prodotti o mercati non correlati con il core business dell'impresa. Si viene a creare quindi un'eccessiva diversificazione, molto spesso non giustificata, in quanto non fondata su basi e iniziative di carattere strategico. Di conseguenza, l'impresa va incontro agli effetti negativi sopra citati.

Meccanismi di *governance* inefficienti portano, quindi, l'impresa a formulare scelte strategiche subottimali che, distruggendo valore, determinano la necessaria conseguenza di dover procedere a immediate azioni di ristrutturazione e disinvestimenti¹⁷.

Un altro tema fondamentale riguarda meccanismi di *governance* nelle imprese familiari, soprattutto in un contesto imprenditoriale come quello nostrano caratterizzato da tante piccole realtà aziendali. Nel tentativo di preservare tanto la proprietà quanto la sopravvivenza dell'impresa, le imprese famigliari tendono ad adottare strategie conservative rispetto al modello imprenditoriale e a rigettare opzioni di integrazione e/o cooperazione più o meno durature con altre realtà imprenditoriali¹⁸. Le piccole imprese familiari non solo tendono spesso a mettere in atto le stesse strategie che si sono rivelate vincenti in passato senza considerare i mutamenti del contesto in cui operano, ma mostrano anche avere una resistenza alla percezione dei segnali di crisi.

1.3.2 Incapacità del management di effettuare previsioni future – Caso Blockbuster

"Nessuno, né gli esperti né noi dilettanti hanno la minima idea di cosa succederà con l'economia in futuro"¹⁹. L'incapacità dei membri esecutivi del consiglio di amministrazione di effettuare previsioni future, risulta essere un altro fattore di crisi. Nell'attuale contesto altamente dinamico, non sempre il management riesce a prevedere le tendenze del mercato e dell'ambiente in cui l'impresa opera. Questo è da ricercarsi anche dalle cause esterne sopra citate. Anche i più grandi manager hanno fallito nel non percepire l'impatto "*disruptive*" della risoluzione digitale, e del mutamento delle tendenze di consumo.

A tal proposito, di seguito viene illustrato sinteticamente il caso della società Blockbuster.

Blockbuster è stata una società di video distribuzione statunitense. Il suo business era focalizzato sull'acquisto a noleggio di prodotti home video e videogiochi, e sulla distribuzione digitale di contenuti. Dal 1985, anno della sua nascita, al 1999, anno in cui raccolse 465 milioni dalla sua quotazione in borsa Blockbuster monopolizzò e stravolse il suo campo, arrivando ad essere presente con i suoi *store* a livello

¹⁷ Peruffo et al 2013.

¹⁸ TRAHMS, 2013.

¹⁹ Matthew Parris.

mondiale. Questo percorso ha reso l'organizzazione leader di mercato a livello globale. Solo negli Stati Uniti il numero dei punti vendita Blockbuster raggiunsero quota 4800.

A partire dal 2000, Blockbuster iniziò a confrontarsi con il suo più importante competitor: Netflix, ovvero un servizio di noleggio di DVD e videogiochi via Internet, che venivano recapitati a casa via posta. Come è ormai noto l'avvento di Netflix mise in discussione per la prima volta il "tradizionale" modello di business di Blockbuster.

Blockbuster, che fondò il suo successo sul business del noleggio del dvd, convincendo i potenziali clienti che guardare un film da casa sarebbe stato più stimolante che andare al cinema, si trovò ad essere vittima, come il cinema prima di lui, della "teoria dei nuovi prodotti" che ne aveva fatto la fortuna. Secondo tale teoria, come il cinema è stato, in parte, soppiantato da i dvd, così i dvd sono stati poi sostituiti da Internet.

Netflix che dopo pochi anni dalla sua nascita, si ritrovò dinanzi ad un rischio di fallimento riorganizzò le sue attività, creando un sito di streaming online, e allargando il suo business fino a diventare una casa di produzione.

Jim Keyes, CEO di Blockbuster, sottovalutò la costante crescita dell'innovazione tecnologica che stava modificando i regimi del contesto in cui l'azienda operava, soprattutto grazie all'avvento di Internet e dei Personal computer. Così, iniziò il devastante crollo della società, che non riuscì a cogliere le opportunità derivanti dalla rivoluzione digitale e non riuscì ad innovarsi. Al contrario, Netflix, riuscì in tale intento. Non a caso, Netflix, spopolò con il nuovo formato dello streaming online *on demand* offrendo una vera e propria videoteca in rete disponibile mediante il pagamento di un abbonamento. Tale modello rese Netflix uno dei principali leader nel settore della distribuzione online di film, serie televisive e altri contenuti di intrattenimento. Nel giro di pochi anni la società raggiunse il numero di 50 milioni di abbonati distribuiti in 190 paesi. Blockbuster dichiarò la bancarotta nel 2010.

Alla luce di questi accadimenti le cause degli sviluppi di BlockBuster sono legate in particolare all'incapacità del management di non essere stato in grado di percepire l'importanza del sopravvento della rivoluzione digitale e rispondere adeguatamente agli ultimi standard tecnologici.

1.3.3 Scarsa comunicazione tra i vari livelli manageriali

Un'altra causa interna della crisi d'impresa è la scarsa comunicazione tra i vari livelli manageriali dell'azienda. Spesso i problemi comunicazionali all'interno dell'impresa vengono sottovalutati, quando invece molto spesso possono essere un campanello d'allarme per un declino d'impresa. Tali problemi possono presentarsi sotto vari aspetti.

In primo luogo si potrebbe assistere ad un disallineamento tra gli obiettivi individuali dei singoli dipendenti all'interno dell'azienda, e gli obiettivi definiti a livello "corporate". Uno dei doveri manageriali dovrebbe essere quello di trasmettere e diffondere gli obiettivi aziendali verso tutta l'organizzazione, toccando tutti i livelli manageriali. Se ciò non avviene, i dipendenti aziendali, non sentendosi del tutto parte

dell'organizzazione potrebbero soffrire di problemi motivazionali, con il risultato di un minore impegno nello svolgimento delle loro mansioni. Tutto questo, ovviamente, a scapito delle performance aziendali²⁰.

Il secondo problema consiste nella non chiarezza delle informazioni recepite dai dipendenti all'interno dell'organizzazione. Le informazioni diffuse dai manager dovrebbero essere chiare e precise, con l'obiettivo di minimizzare lo stato di confusione tra i dipendenti. Spesso ciò non accade, e anche gli strumenti per accedere a tali informazioni potrebbero risultare complicati da utilizzare. La non corretta percezione delle info aziendali da parte di tutti gli stakeholders, potrebbe ricadere negativamente sulle performance aziendali. Il distacco culturale tra i dipendenti di paesi diversi nel caso di un'impresa *global* potrebbe aggravare tale situazione.

Infine si potrebbero riscontrare problematiche anche nella non possibilità da parte dei dipendenti di poter esprimere un proprio feedback durante il loro percorso lavorativo. Questo problema prende il nome di *One-Way Communication*. Compito del manager è creare un ambiente confortevole, dove tutti i dipendenti possono sentirsi a loro agio nell'esprimere una propria opinione.

1.3.4 Elevato indebitamento

Cercare di creare un giusto equilibrio tra capitale proprio e capitale di debito in termini di investimento è di fondamentale importanza. Un elevato indebitamento può portare ad uno squilibrio della struttura finanziaria dell'impresa.

Introduciamo il concetto di leva finanziaria.

Per verificare che l'impresa abbia una struttura finanziaria ben equilibrata, e quindi un giusto rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio si utilizza l'indice di indebitamento.

$$D/E = \frac{\text{Debiti Finanziari}}{\text{Mezzi propri}}$$

Tale rapporto rappresenta proprio la leva finanziaria che esprime a sua volta la capacità dell'indebitamento di fungere in determinate condizioni da moltiplicatore delle redditività aziendale²¹. L'effetto moltiplicativo è della differenza tra la redditività del capitale investito e del costo del capitale preso a prestito. Attraverso l'uso di questa leva, un'impresa ha la possibilità di aumentare la redditività del capitale proprio investito nell'attività aziendale solo se però la redditività de capitale investito è superiore rispetto al costo del capitale. In particolare la formula di disaggregazione del ROE che esprime la leva finanziaria è la seguente:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI}-i) * \frac{D}{E}] * (1-t)$$

Tuttavia, aumentare il "leverage" non porta sempre degli effetti positivi sulla redditività aziendale. Più l'indebitamento dell'impresa è elevato, più la sua attività economica sarà considerata rischiosa dagli istituti di credito, ed un aumento del rischio corrisponde non solo ad un aumento dei rendimenti attesi dai finanziatori, ma anche degli oneri finanziari richiesti per eventuali finanziamenti futuri. Un aumento dell'indebitamento quindi porta ad un aumento dei tassi di interesse sia perché l'attività aziendale è ritenuta

²⁰ Schendel,D.E, Patton g.r, Riggs.j Corporate Turnaround strategies: A study of profit decline and recovery.

²¹ Di Lazzaro F., Musco G., ed: Giappichelli Analisi Aziendale.

più rischiosa sia perché i tassi verranno calcolati su una base più ampia. Indebitarsi quindi avrà delle ripercussioni negative sul “ROE” se il costo del capitale supera la redditività dell’investimento²².

È intuitivo comprendere, quindi, come questo, in casi estremi, possa portare al fallimento dell’azienda.

1.3.5 Inerzia della struttura organizzativa – Caso Firestone Tire

Combattere l’inerzia, favorendo un cambiamento continuo, cercando di costruire organizzazioni sempre più flessibili, è diventata una delle più grandi sfide delle imprese soprattutto quando il contesto competitivo lo rende necessario. L’inerzia è un problema pervasivo che le organizzazioni affrontano nonostante frequenti richieste di cambiamento e flessibilità da parte delle diverse parti interessate. Perché l’inerzia è così prevalente?

Il problema più cruciale della gestione di alto livello non risiede nella strategia di mercato, ma nel cambiamento organizzativo²³. L’inerzia nell’organizzazione può assumere molte forme e provenire da molte fonti; la principale fonte dell’inerzia organizzativa è la routine²⁴.

Il concetto di routine è stato preso in considerazione da molti studiosi negli ultimi anni. Esistono tante definizioni di routine organizzativa. Senza soffermarsi sulle singole interpretazioni, in questo lavoro si definisce routine come “*un insieme di modelli di comportamenti ripetuti più volte all’interno di un’organizzazione*”²⁵. Tali *routines* sono pertanto tacite, inserite in un contesto e consentono alle imprese di ottenere un vantaggio competitivo. Le *routines* vengono associate alla stabilità, in quanto consentono che si formino delle aspettative circa i comportamenti altrui e rappresentano un prerequisito per l’apprendimento organizzativo. Le organizzazioni hanno bisogno di tale stabilità, perché proprio la routine mette a disposizione del management dell’impresa una base di previsione per le scelte strategiche di vendita e di investimento future. L’errore più comune, quindi, è quello di considerare la routine con un’accezione esclusivamente negativa. Le attività routinarie sono alla base della sopravvivenza di un’impresa, poiché consentono il riutilizzo delle certezze che si sono ottenute attraverso scelte, produzione, implementazione, selezione, ed efficienza di attività che hanno conseguito un feedback positivo da poter prendere in considerazione per ottenere il massimo rendimento²⁶.

Tuttavia, il prezzo da pagare per tale vantaggio è proprio il rischio di inerzia organizzativa.

Le attività routinarie, infatti, producono una resistenza al cambiamento inevitabile da parte sia dei singoli individui, ma anche dell’organizzazione nel suo complesso, limitando così il grado di flessibilità aziendale. La riduzione di tale flessibilità porta inevitabilmente ad una difficoltà di adattamento della strategia aziendale all’ambiente esterno. In questo contesto nasce una vera e propria inerzia strutturale. Hannan and Freeman (1984) affermarono che le imprese sono caratterizzate da un alto grado di inerzia quando la loro velocità di riorganizzazione è minore (o addirittura nulla) rispetto alla velocità del cambiamento ambientale.

²² Di Lazzaro F., Musco G., ed: Giappichelli Analisi Aziendale.

²³ Rummelt (1995) Rumelt R.P., (1997) “Towards a Strategic Theory of the Firm”.

²⁴ March J., (1991) “Exploration and Exploitation in Organizational Learning”.

²⁵ Winter S., (1964) “On Coase, competence and the corporation”.

²⁶ March J.G., (1991)) “Exploration and Exploitation in Organizational Learning.

Sono tanti i fattori che contribuiscono a rendere più rigida l'impresa e ad aumentare la resistenza al cambiamento sia a livello individuale (incertezza, insicurezza, percezioni, abitudini) sia a livello organizzativo (potenza e conflitto, differenze di orientamento funzionale, struttura meccanicistica, cultura organizzativa).

L'unica soluzione per rompere le barriere dello "status quo" in cui l'impresa si trova ad operare, per rispondere positivamente ai cambiamenti aziendali, è attuare un cambio di rotta²⁷.

Molto spesso le imprese per reagire ai cambiamenti ambientali, propongono soluzioni innovative potenzialmente ottimali, ma falliscono poiché non riescono a cambiare il loro "modo di fare" radicato all'interno dell'organizzazione.

Mantenendo tale "status quo", le imprese, non solo non usufruiscono di eventuali benefici derivanti dalle soluzioni innovative da loro proposte (anche se sono i *first mover*), ma subiscono anche una riduzione delle performance aziendali.

Per comprendere meglio gli effetti negativi dell'inerzia strutturale sulle *performace* aziendale, si descrive sinteticamente il caso Firestone Tire.

Firestone, nota anche precedentemente come Firestone Tire and Rubber Company, è una storica azienda produttrice di pneumatici, facente parte dal 1988 del gruppo giapponese Bridgestone che conta 40 mila dipendenti nel mondo e un fatturato nel 2004 di 2,09 miliardi di dollari.

Firestone entrò nel mercato dei pneumatici nel 1970 e da quell'anno iniziò a crescere ininterrottamente. L'azienda diventò monumento del proprio successo, sedendosi in cima alla fiorente industria dei pneumatici statunitensi. Il successo di lunga data di Firestone ha dato all'azienda un senso solido e unificato delle sue strategie e dei suoi valori, delle sue relazioni con i clienti e i dipendenti, e dei suoi processi operativi e di investimento.

Poi tutto cambiò. Una società francese, Michelin, introdusse il pneumatico radiale per il mercato statunitense. Sulla base di una svolta nel design, i radiali erano più sicuri, più duraturi e più economici rispetto ai tradizionali pneumatici bias.

Firestone non rimase sorpresa dall'arrivo dei pneumatici radiali nel mercato statunitense. Tramite i suoi contatti con il mercato europeo, aveva già assistito in prima persona al rapido abbraccio dei mercati europei degli pneumatici radiali nel corso degli anni e aveva sviluppato previsioni che indicavano chiaramente che i radiali sarebbero stati rapidamente accettati anche dagli automobilisti statunitensi e dai consumatori. Firestone, quindi, decise di non perdere tempo e iniziò ad investire immediatamente sulla produzione radiale. La risposta fu veloce, ma non altrettanto efficace. Anche se Firestone investì sul nuovo prodotto, anziché riprogettare nuovi sistemi di produzione, la società continuò a rimanere ancorata alle routine tradizionali. Come risultato, non riuscì a soddisfare gli standard qualitativi richiesti dal nuovo prodotto. Inoltre, la società ritardò la chiusura di molte delle sue fabbriche che producevano pneumatici bis, nonostante le chiare indicazioni della loro imminente obsolescenza. Tutto ciò, ovviamente ebbe un riflesso negativo sulle

²⁷ March J.G., (1991) "Exploration and Exploitation in Organizational Learning.

performance aziendali. Dal 1979 Firestone Trie subì una crisi profonda. La produzione correva al 59% rispetto alla sua capacità produttiva e l'azienda si ritrovò a sostenere dei costi aggiuntivi per i pneumatici non venduti e stanziati in magazzino. La società iniziò a cedere gran parte della sua quota di mercato statunitense ai concorrenti stranieri e dopo aver subito due offerte di acquisto fu, infine, acquisita da Bridgestone nel 1988.

2. Istituti giuridici per il superamento della crisi aziendale. Il nuovo codice della crisi d'impresa.

2.1 La ratio della riforma

Dopo aver analizzato nello specifico alcune delle cause esterne e interne della crisi d'impresa, ci soffermiamo sugli istituti giuridici per il superamento della crisi aziendale, a tal proposito si prenderà in esame il nuovo codice della crisi d'impresa.

Il nuovo codice della crisi di impresa è stato redatto in attuazione della legge delega n. 155 del 19 ottobre 2017. La legge è composta da 391 articoli, 150 in più rispetto alla vecchia Legge Fallimentare, e riguardano il diritto penale, quello del lavoro e il diritto commerciale, nonché l'economia aziendale ed ha il principale scopo di prevenire che le imprese entrino in uno stato di crisi e di insolvenza nei confronti dei creditori.

È opportuno ricordare che la legge entrerà in vigore il 15 agosto 2020, quindi, tutte le procedure alla cui ammissione si provvederà fino al giorno prima, saranno regolate dall'attuale legge fallimentare. Alcune disposizioni sono destinate ad entrare quasi immediatamente in vigore. Si tratta delle disposizioni che possono subito agevolare una migliore gestione delle procedure.

Il nuovo codice esprime una diversa filosofia rispetto alla "vecchia" legge fallimentare, orientata non solo tramite l'introduzione di strumenti di allerta in grado di far emergere tempestivamente lo stato di crisi di impresa e di insolvenza dell'imprenditore, per consentire alle imprese sane in difficoltà finanziaria di ristrutturarsi in una fase precoce al fine di evitare l'insolvenza e proseguire l'attività, ma anche con la finalità di rendere meno traumatico lo stato di fallimento, quando quest'ultimo è inevitabile. Il Codice cerca dunque di favorire una cultura del risanamento anziché dell'eliminazione delle imprese dal mercato, superando la concezione di fondo, storicamente radicata, che correlava al fallimento un disvalore sociale considerando il debitore insolvente come un frodatore e l'insolvenza come illecito da sanzionare.

Il codice presenta quindi diverse novità che creano un vero e proprio distacco dalle normative sulla crisi di impresa precedenti:

- Il termine "fallimento" viene sostituito con l'espressione "liquidazione giudiziale" come avviene in altri Paesi europei, come la Francia o la Spagna, al fine di evitare il discredito sociale anche personale che anche storicamente si accompagna alla parola "fallito";
- Viene introdotto un sistema di allerta col fine di consentire la pronta emersione della crisi, nella prospettiva del risanamento dell'impresa e comunque del più elevato soddisfacimento dei creditori;
- Si ampliano le ipotesi in cui nelle società a responsabilità limitata diventa obbligatoria la nomina dell'organo di controllo e dei revisori;

- Si dà priorità di trattazione alle proposte che comportino il superamento della crisi assicurando continuità aziendale;
- Tra gli strumenti di regolazione della crisi, vengono privilegiate le procedure alternative, rispetto all'esecuzione giudiziale;
- La disciplina dei diversi riti speciali previsti dalle disposizioni in materia concorsuale viene uniformata e semplificata;
- Si prevede una riduzione dei tempi e dei costi delle procedure concorsuali;
- Si istituisce presso il Ministero della giustizia un albo dei soggetti destinati a svolgere su incarico del tribunale funzioni di gestione o di controllo nell'ambito di procedure concorsuali, con l'indicazione dei requisiti di professionalità esperienza e indipendenza necessari all'iscrizione;
- Si armonizzano le procedure di gestione della crisi e dell'insolvenza del datore di lavoro con forme di tutela dell'occupazione e del reddito di lavoratori.

2.2 Procedura di allerta e composizione assistita della crisi

2.2.1 Le linee guida

La vera “anima” della riforma della legge fallimentare è rappresentata dalla preferenza da parte del nuovo codice dello strumento negoziale e di risoluzione della crisi d'impresa rispetto a quello giudiziale maggiormente orientato alla disgregazione²⁸.

Consentire una diagnosi precoce dello stato di difficoltà delle imprese è di fondamentale importanza, perché la possibilità di salvaguardare un'impresa sull'orlo della crisi dipende strettamente dalla tempestività dell'intervento risanatore.

Il nuovo codice della crisi di impresa quindi introduce una fase preventiva di allerta volta ad anticipare l'emersione della crisi, intesa come uno strumento di sostegno che oltre a individuare le cause della crisi d'impresa si pone l'obiettivo di offrire un servizio di composizione assistita della crisi.

Richiamando il grafico relativo al processo di deterioramento della crisi d'impresa, (Figura 1) introdotto nel capitolo precedente, possiamo collocare nel tempo il momento ottimale di attivazione della procedura di allerta e della composizione assistita della crisi.

²⁸ Giuseppe Verna, IL NUOVO CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL'INSOLVENZA.

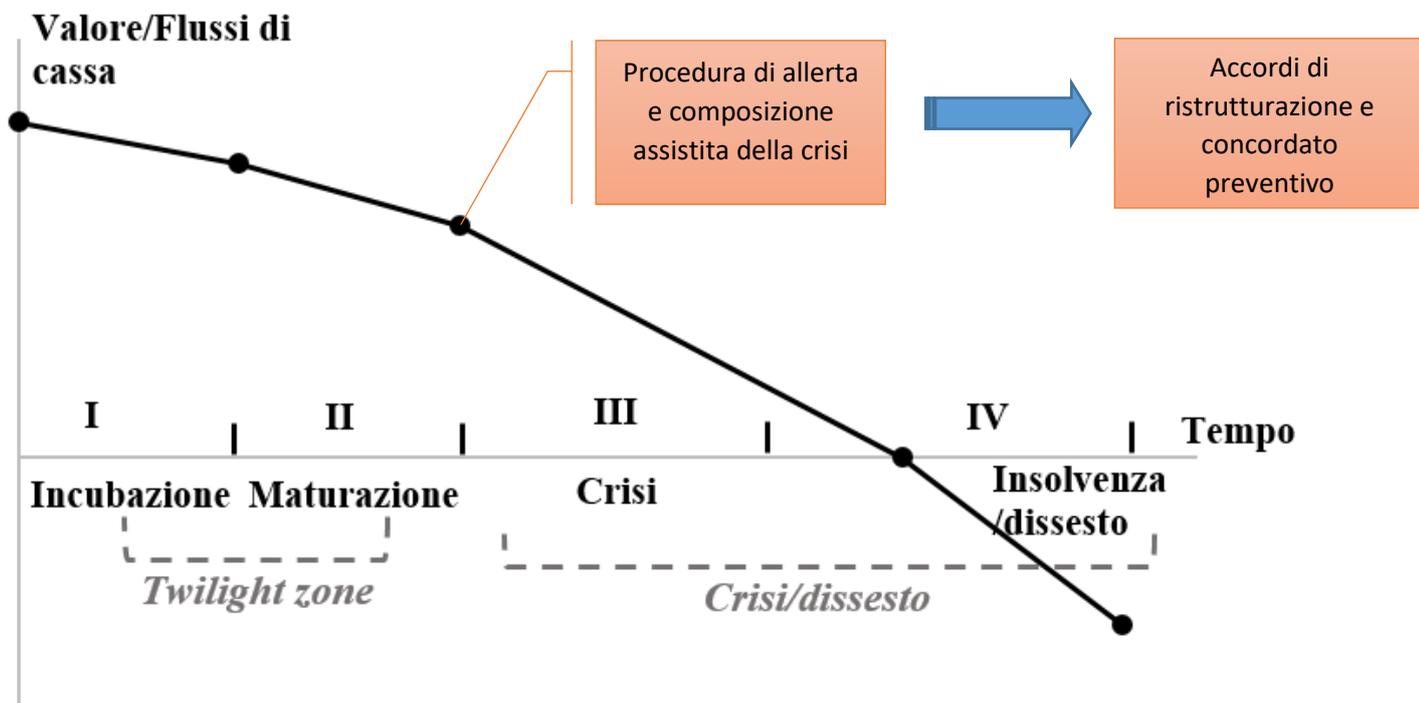


Figura (3): Il processo di deterioramento del valore di un'impresa.

Come possiamo notare, la procedura di allerta, per produrre i suoi effetti, deve essere messa in atto prima che si manifesti la crisi aziendale. Lo scopo principale di tale procedura infatti è quella di prevenire la crisi aziendale (e non curarla), tramite l'analisi degli indici rappresentativi lo stato di salute dell'impresa. Se attuata prima dell'emersione della crisi, la procedura di allerta può consentire una diagnosi precoce dello stato di difficoltà dell'impresa, in modo da poter attivare tempestivamente le negoziazioni con i creditori principali, tramite l'accordo di ristrutturazione dei debiti e il concordato preventivo, e, infine predisporre delle misure di risanamento dell'impresa.

La definizione della crisi d'impresa per il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza è: "La crisi va intesa come probabilità di futura insolvenza che si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate"²⁹.

La riforma si pone l'obiettivo di dare priorità alle soluzioni che comportino il superamento della crisi, privilegiando la continuità aziendale, anche tramite un diverso imprenditore. È importante specificare che tale priorità deve avere come presupposto il soddisfacimento di tutti i creditori.

2.2.2 Gli obblighi dei soggetti

Secondo il nuovo codice, rientrano nella categoria degli strumenti di allerta gli obblighi di segnalazione di crisi posti a carico sia dell'imprenditore che di soggetti altamente qualificati quali gli organi societari di controllo, il revisore contabile o la società di revisione³⁰.

²⁹ D.LGS 12/01/2019 Art 2, comma1 lett c.

³⁰ Giuseppe Verna, IL NUOVO CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL'INSOLVENZA.

Il primo è tenuto a rispettare i cosiddetti obblighi organizzativi, cioè deve adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato della crisi e assumervi le iniziative necessarie a farvi fronte. L'imprenditore collettivo invece deve adottare un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla rilevazione tempestiva dello stato di crisi.

Gli organi societari di controllo e il revisore contabile invece devono tener conto degli obblighi di segnalazione. Essi hanno il duplice dovere di verificare che l'organo amministrativo monitori costantemente l'adeguatezza dell'assetto organizzativo dell'impresa e assicuri un equilibrio economico-finanziario dell'impresa, nonché di segnalare allo stesso organo amministrativo l'esistenza di fondati indizi della crisi.

Il nuovo codice, quindi suggerisce a tali organi, di abbandonare un approccio che si limita al consuntivo (*backward looking*), e di seguire un approccio maggiormente previsionale (*forward looking*), orientato alla pianificazione e controllo soprattutto tramite l'analisi dei flussi di cassa prospettici generati dall'impresa, tenendo ovviamente conto degli specifici compiti e responsabilità di ogni soggetto. Tale approccio infatti è considerato unico nel raggiungimento dell'obiettivo di continuità d'impresa in quanto permette di rilevare con tempestività eventuali squilibri economico-finanziari.

La segnalazione da parte di tali organi deve essere motivata, fatta per iscritto e deve contenere la fissazione di un termine, non superiore a 30 giorni, entro il quale l'organo amministrativo deve riferire in ordine alle soluzioni individuate e alle azioni da intraprendere. Sarà anche compito di creditori qualificati come l'agenzia delle entrate, gli agenti della riscossione delle imposte e gli enti previdenziali di segnalare all'imprenditore o agli organi di amministrazione e di controllo il continuare di inadempimenti di importo rilevante³¹.

2.2.3 L'organo di composizione della crisi d'impresa (OCRI)

L'OCRI è l'organismo di composizione della crisi d'impresa che ha diversi compiti:

- ricevere segnalazioni dagli organi di controllo o da i creditori qualificati, in caso di sintomi fondati di crisi d'impresa;
- gestire la fase di allerta;
- assistere l'imprenditore nella composizione assistita della crisi, per le imprese diverse da quelle minori.

L'articolo 16 del decreto prevede la costituzione dell'OCRI presso ciascuna camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura. Tale organismo ha diversi compiti:

Detto organismo opera attraverso una serie di soggetti di cui è composto:

- il referente, che viene individuato dal legislatore nel segretario della camera di commercio o in un suo delegato, che ha il compito di assicurare la tempestività del procedimento;
- l'ufficio del referente, costituito dal personale e dai mezzi messi a disposizione dell'organismo dalla camera di commercio;

³¹ D.LGS 12/01/2019 Art 14.

- il collegio degli esperti, nominato di volta in volta per il singolo affare.

Entro 15 giorni successivi alla ricezione della segnalazione o dell'istanza del debitore, l'ORCI convoca dinanzi al collegio nominato, il debitore e gli organi di controllo societari, per una riunione in via confidenziale. Il collegio degli esperti svolge in questo frangente un ruolo di vero e proprio organo supremo della crisi d'impresa, dalle cui decisioni dipenderà il futuro del debitore³².

Il motivo della riservatezza di tale riunione risiede nel garantire che i terzi non vengano a conoscenza della procedura, allo scopo di evitare il diffondersi di inutili allarmismi che potrebbero pregiudicare l'immagine commerciale dell'impresa e la sua possibilità di accedere ulteriormente al credito.

La fase di valutazione da parte di tale organo è di fondamentale importanza, perché è proprio dalla suddetta fase che dipende il destino dell'impresa. Se l'organo ritiene che non sussista una situazione di crisi, il collegio dispone l'archiviazione delle segnalazioni ricevute, dandone comunicazione agli organi di controllo dell'impresa; se invece la valutazione dei dati acquisiti dall'ORCI conferma l'esistenza fondata di una situazione di crisi, il collegio degli esperti individua con il debitore le misure che appaiono idonee per il suo superamento e per il soddisfacimento dei creditori³³.

Durante tutte le fasi, il collegio degli esperti è portato ad assumere un ruolo attivo, affiancando le proprie competenze in un'ottica assistenziale e individuando insieme al debitore percorsi e strategie e le misure più appropriate per il risanamento d'impresa (incarico professionale di advisory).

2.2.4 Il procedimento di composizione assistita della crisi

Al termine dell'audizione l'OCRI fissa un termine non superiore a 3 mesi per la ricerca di una soluzione concordata della crisi. Il procedimento della composizione assistita della crisi può essere attivato soltanto su istanza del debitore, che può richiederla indipendentemente dall'esito dell'audizione con l'organo di composizione della crisi d'impresa.

Fissato tale termine il debitore dovrà ricercare delle soluzioni concordate con i creditori più rilevanti.

Il debitore sarà tenuto anche a redigere un piano sulla situazione economica e finanziaria dell'impresa ed un elenco dei creditori e dei titolari dei diritti reali e personale con l'indicazione dell'ammontare dei crediti ed eventuali cause di prelazione da consegnare all'OCRI. Se all'esito delle trattative il debitore raggiunge un accordo con i creditori, esso va formalizzato per iscritto e depositato presso l'OCRI ed è equivalente, negli effetti, ad un piano attestato di risanamento³⁴.

La norma non richiede alcuna attestazione ulteriore da parte di professionisti indipendenti in quanto il fatto che l'accordo sia stato raggiunto con la supervisione e l'approvazione del collegio si pone quale garanzia indiretta della fattibilità del piano sottostante all'accordo.

Alla fine del termine, se il debitore non ha assunto le iniziative necessarie, il collegio redige una breve relazione e la trasmette al referente, che ne dà la notizia a coloro che hanno effettuato la segnalazione.

2.2.5 Misure protettive

³² Sergio della Rocca, Francesco Grieco .Il codice della crisi d'impresa. primo commento al d.lgs. n. 14/2019.

³³ D.LGS 12/01/2019 ART 18.

³⁴ D. LGS 12/01/2019 Art 19.

Mentre è possibile pretendere che la procedura di allerta si svolga in via riservata e confidenziale, essendo in essa coinvolti tendenzialmente solo il debitore, gli organi societari, i professionisti, gli uffici pubblici e l'OCRI, tale riservatezza non può essere del tutto mantenuta nel procedimento di composizione assistita della crisi, nella quale vengono necessariamente coinvolti, almeno in parte, i creditori.

È quindi inevitabile che la notizia della crisi possa diffondersi e conseguentemente è necessario consentire al debitore di accedere, tramite apposita istanza al tribunale, a delle misure protettive che consentono di tutelare l'impresa da iniziative dei creditori che potrebbero vanificare le trattative.

Il termine massimo di tali misure è di 3 mesi, prorogabili più volte da parte del debitore fino ad un massimo di 9 mesi, coincidente con il termine massimo della durata delle trattative a condizione che siano stati raggiunti degli accordi significativi con i creditori più rilevanti³⁵.

Oltre alle misure protettive, nel corso delle trattative e fino alla conclusione del procedimento di composizione assistita, il debitore può chiedere al giudice competente sulle misure predette i provvedimenti volti ad impedire o differire gli obblighi previsti dal codice civile in caso di riduzione del capitale sociale per perdite o per riduzione al di sotto del limite legale.

È il debitore a decidere se il provvedimento verrà pubblicato o meno presso il registro delle imprese. In caso di iscrizione verso l'apposito registro il debitore rinuncerà al carattere di riservatezza del procedimento, ma otterrà l'effetto di prevenire iniziative di creditori o soci di minoranza volte a contestare l'inosservanza degli obblighi predetti.

Allo scopo di evitare l'ingiustificato protrarsi delle misure descritte e il conseguente impedimento all'esercizio dei diritti dei creditori, l'ultimo comma prevede che esse possano essere revocate in qualunque momento, anche d'ufficio, se risultano atti di frode nei confronti dei creditori o se il collegio della composizione assistita segnala che non vi è possibilità di soluzione concordata della crisi ovvero, nel caso in cui siano state individuate misure idonee a superarla, che non vi sono significativi progressi nell'attuazione delle misure adottate per superarle³⁶.

2.2.6 Misure premiali

Tra le novità maggiori del nuovo codice della crisi d'impresa rientrano le misure premiali per gli imprenditori che abbiano presentato tempestivamente istanza di composizione assistita della crisi all'OCRI, o abbiano presentato domanda di accesso alla procedura di concordato preventivo o di omologazione di accordo di ristrutturazione. L'introduzione di queste misure riflette lo scopo che anima la riforma: incentivare l'imprenditore a far emergere tempestivamente la crisi d'impresa per consentire all'azienda ancora sana di evitare l'insolvenza, agevolando lo svolgimento di trattative tra debitore e creditori.

La legge ha previsto delle misure premiali sia di natura patrimoniale, sia in termine di responsabilità personali a favore dell'imprenditore.

Tra le misure premiali a favore dell'imprenditore ricordiamo:

³⁵ D. LGS 12/01/2019 Art 20.

³⁶ D. LGS 12/01/2019 Art 20.

- la riduzione alla misura legale degli interessi che maturano sui debiti finanziari dell'impresa durante la procedura di composizione assistita della crisi e sino alla sua conclusione;
- la riduzione alla misura minima delle sanzioni tributarie per le quali è prevista l'applicazione in misura ridotta in caso di pagamento entro un determinato termine, quando il termine per il pagamento scade dopo la presentazione dell'istanza all'organismo per la ricerca di una soluzione concordata della crisi d'impresa;
- la riduzione alla metà, nell'ambito dell'eventuale successiva procedura concorsuale, di tutte le sanzioni e gli interessi sui debiti tributari oggetto della procedura di composizione assistita della crisi;
- la possibilità di ottenere una proroga del termine fissato dal giudice per il deposito della proposta di concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione dei debiti;
- l'inammissibilità della proposta di concordato preventivo in continuità aziendale concorrente in tutti i casi in cui risulta attestato che la proposta del debitore assicura il soddisfacimento dei creditori chirografi in misura non inferiore al 20% dell'ammontare complessivo dei debiti³⁷.

Le misure in termine di responsabilità personale in favore dell'imprenditore, invece, riguardano l'esclusione dalla punibilità per i reati di bancarotta fraudolenta, bancarotta semplice e ricorso abusivo al credito.

Le cause di non punibilità trovano tuttavia applicazione limitatamente alle condotte poste in essere prima dell'apertura della procedura di composizione assistita della crisi o delle procedure regolatrici della crisi o dell'insolvenza e quando il danno è di speciale tenuità.

2.3 Gli indicatori di rilevatori di crisi

A seguito dell'analisi dei meccanismi di funzionamento della procedura di allerta e di quali sono i soggetti incaricati di adottare misure idonee a rilevare tempestivamente la crisi e coloro che eventualmente sono obbligati a segnalarla all'OCRI, si procede con l'individuazione degli indicatori, in particolare quelli suggeriti dal nuovo codice, che siano in grado di dare agli organi d'impresa una visione chiara e prospettica delle performance aziendali e quindi di un eventuale situazione di crisi. Gli indici devono richiamare tutti gli squilibri finanziari, economici e patrimoniali, in linea con la definizione di crisi proposta dal codice. Tutti gli indicatori proposti dal codice hanno in comune una caratteristica: dovranno essere costruiti con una finalità prospettica e predittiva, non riferendosi esclusivamente a dati consolidati, e quindi dovranno essere in grado di rilevare tempestivamente l'emersione della crisi.

Nel particolare tali indici devono evidenziare:

- Della sostenibilità dei debiti dell'impresa per almeno i 6 mesi successivi;
- Delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o per i 6 mesi successivi quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a 6 mesi;
- Dei ritardi dei pagamenti.

³⁷ D.lgs 12/01/2019 Art 25.

Inoltre, gli indici suggeriti dal nuovo codice della crisi d'impresa verranno integrati con il modello previsionale di crisi "Z-SCORE" di Altman.

2.3.1 Gli indicatori di sostenibilità dei debiti

Gli indicatori di sostenibilità devono essere in grado di verificare se l'imprenditore è in grado di tenere fede alle obbligazioni contratte con i creditori principali.

L'art. 2 prevede, quale primo passo la redazione di un piano di obbligazioni che si prevede dovranno essere regolarmente adempite in un determinato lasso di tempo.

Inoltre l'art 2 dispone che "l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici predisposti per far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate manifesta la crisi, ovvero lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile lo stato di insolvenza del debitore"³⁸.

La norma, quindi, fa un chiaro riferimento ad uno strumento di indagine, di analisi e di informazione nella tecnica economico finanziaria: i flussi di cassa prospettici. Gli organi amministrativi, quindi, devono redigere obbligatoriamente un prospetto dei flussi di cassa. La redazione dei piani finanziari segue una logica del tutto previsionale, in quanto permette di conoscere in anticipo lo stato di insolvenza del debitore e lo stato di difficoltà dell'impresa. Ne conseguono gli obblighi di segnalazione degli organi di controllo e la procedura di allerta.

Il cash flow test, inoltre, deve essere affiancato anche da informazioni di carattere qualitativo, per esempio, la cessazione di politiche pubbliche di sostegno o la perdita di un manager chiave. Si tratta di fattori che pur non avendo nature contabile possono incidere sulle sorti dell'impresa.

Uno degli indicatori che non si limita a quantificare in maniera "statica" l'ammontare complessivo del debito finanziario in relazione al patrimonio netto ma, al contrario, consente di valutare in maniera dinamica e prospettica la capacità dell'impresa di rimborsare i debiti già posti in essere, tramite l'analisi dei flussi di cassa prospettici è il "**Debt Service Coverage Ratio**"³⁹.

$$DSCR = \frac{\text{Cash flow operativo} - \text{tax}}{\text{Flusso finanziario a servizio del debito}}$$

Per "Cash flow operativo – tax" si intende il flusso di cassa prodotto dalla gestione caratteristica al netto del flusso fiscale relativo al pagamento delle imposte sul reddito d'esercizio. Il cash flow operativo viene calcolato col metodo Dcf (Discounted Cash Flow)⁴⁰. Con tale metodo si calcola il flusso di cassa disponibile per tutti i finanziatori e gli azionisti. Per arrivare al flusso di cassa operativo netto si parte dall'Ebit al quale si detraggono una stima delle imposte al carico. Si correggono, quindi, gli importi corrispondenti ai costi che non rappresentano uscite monetarie (Ammortamenti, Accantonamenti e Svalutazioni) e si somma/sottrae l'eventuale variazione del Capitale Circolante Netto e dei fondi.

³⁸ D. LGS 14/2019 art 2 comma 1 lett a.

³⁹ Investopedia.Sito Web.

⁴⁰ Fontana.F, Bocardelli.P Corporate Strategy, Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita.

EBIT

- Imposte sul reddito operativo

= NOPAT

+ Ammortamenti

+ Svalutazioni, accantonamenti ed altri costi non monetari

+/- Variazione del capitale circolante netto

+/- Variazione dei fondi

= Flusso di cassa operativo

Per “flusso finanziario a servizio del debito” si intende il flusso finanziario per il pagamento degli interessi passivi nonché della quota capitale dei finanziamenti nel periodo considerato.

Tale indice può avere importo maggiore, uguale o minore ad uno.

- Se $DSCR > 1$, i flussi finanziari generati dalla gestione caratteristica dell'impresa eccedono il fabbisogno finanziario richiesto per il rimborso del debito e per il pagamento degli interessi.
- Se $DSCR = 1$ i flussi finanziari a servizio del debito assorbono interamente il cash flow operativo generato dall'impresa.
- Se $DSCR < 1$, il cash flow operativo generato risulta inferiore agli impegni finanziari a servizio del debito nel periodo considerato, evidenziando situazioni di tensione finanziaria con possibili difficoltà nel rimborso del debito.

Un altro indice che permette di verificare la sostenibilità dei debiti è l'**Interest Coverage Ratio**, ovvero, l'indice di copertura degli interessi.

L'indice di copertura degli interessi definisce il grado di copertura che il risultato operativo riesce a fornire al costo degli oneri finanziari.

Anche questo rapporto è molto utilizzato dalle banche come monitoraggio del rischio finanziario dell'impresa. La possibilità di soddisfare gli obblighi di pagamento degli interessi è assolutamente fondamentale per un'impresa poiché influenza positivamente il rapporto con i creditori aziendali. L'indicatore ICS è molto chiaro e può essere utilizzato in modo particolarmente efficiente. Il pregio di tale indice sta nell'analizzare congiuntamente il profilo finanziario con la dimensione patrimoniale ed economica (livello dei tassi e dei margini operativi).

$$ICS = \frac{EBIT}{\text{Oneri finanziari}}$$

In pratica questo indice misura il margine di sicurezza che un'azienda ha per pagare gli interessi sul proprio debito durante un determinato periodo.

Maggiore è il rapporto tra EBIT e pagamenti di interessi, più stabile finanziariamente la società.

Quando l'indice assume un valore minore di 1, l'EBIT sarà minore degli oneri finanziari. Il reddito generato dalla gestione operativa non è, cioè, sufficiente a remunerare il capitale acquisito per produrlo e l'impresa si trova in una situazione di grave tensione finanziaria.

Questo indice però, ha un limite: prende in considerazione solo i pagamenti degli interessi. Il rapporto di copertura del servizio del debito è leggermente più completo, poiché valuta la capacità di una società di soddisfare il suo capitale minimo e i pagamenti di interessi, in un dato periodo.

2.3.2 Gli indicatori di continuità aziendale

L'art 13 menziona inoltre tra gli indicatori di crisi, quelli che diano evidenza delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o quando la durata residua dell'esercizio è inferiore a 6 mesi, per i sei mesi successivi.

La continuità aziendale esprime la capacità dell'impresa di realizzare le attività e far fronte alle passività durante le attività aziendali.

In base al presupposto della continuità aziendale un'impresa viene considerata in grado di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro e tale presupposto deve essere considerato dagli amministratori nella redazione del bilancio e coprire un periodo non inferiore a 12 mesi.

Al fine di verificare che l'impresa stia rispettando i parametri relativi al principio di continuità, analizzare la liquidità aziendale tramite l'uso di indicatori che esprimano la capacità dell'impresa di far fronte agli impieghi di breve periodo, è di primaria importanza.

A tal proposito, introduciamo il current ratio.

Il current ratio, chiamato anche quoziente di disponibilità, misura la capacità dell'impresa di far fronte alle passività di breve termine tramite l'attivo circolante. Infatti, algebricamente è il rapporto tra attività correnti e passività correnti⁴¹.

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

Il current ratio serve di supporto al management per comprendere come massimizzare le attività correnti per far fronte ai debiti commerciali di breve termine.

Tale quoziente deve essere almeno pari a 2 poiché nell'attivo circolante vi sono magazzino e crediti che impiegano un certo tempo a generare liquidità e talvolta potrebbero non convertirsi in liquidità; è comunque bene che sia superiore ad 1.

Il **quick ratio**, o quoziente di tesoreria, invece, a differenza del quoziente di disponibilità, prende in considerazione le attività correnti al netto del magazzino, per verificare la sostenibilità dei debiti a breve termine.

⁴¹ Di Lazzaro F., Musco G., ed: Giappichelli Analisi Aziendale.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Attività correnti} - \text{Magazzino}}{\text{Passività correnti}}$$

Un quoziente di tesoreria pari a 1, sta ad indicare un livello di liquidità consolidato.

Un altro indicatore rappresentativo della continuità aziendale è **la durata del ciclo del circolante**.

Analizzare il ciclo del circolante è uno dei sistemi più efficaci per indagare sulla velocità di trasformazione in forma liquida delle singole classi di valori dell'attivo circolante e la velocità di estinzione delle passività correnti.

Quest'analisi ci permette di venire a conoscenza dei tempi medi con i quali si succedono i flussi finanziari legati al processo di acquisto/trasformazione/vendita.

La durata del ciclo del circolante si ottiene tramite la somma algebrica di tre fattori: **la giacenza media delle scorte in magazzino, i giorni medi di incasso dei crediti** e, infine, **i giorni medi di pagamento dei debiti**.

La giacenza media delle scorte in magazzino, indica quanti giorni, in media, le scorte sono destinate in magazzino. Questo valore si ottiene dividendo 365 (i giorni dell'anno), per l'indice di rotazione del magazzino.

L'indice suddetto è di fondamentale importanza poiché fornisce al management una visione ben dettagliata dell'andamento delle risorse all'interno del magazzino analizzando quante volte quest'ultime vengono rinnovate, cioè vendute. Algebricamente è il rapporto tra il costo del venduto e la quantità esistente, in media, in magazzino. Viene utilizzato per analizzare la competitività dell'impresa, poiché indica il grado di bontà della gestione operativa delle scorte. Un indice di rotazione del magazzino basso è sintomo di una gestione operativa non efficiente, in quanto segnala la presenza di risorse invendute in magazzino.

$$\text{Giacenza media magazzino} = 365 : \left(\frac{\text{Costo del venduto}}{\text{Magazzino medio}} \right)$$

Indice di rotazione del magazzino

I giorni medi di incasso crediti indicano il tempo che intercorre tra la nascita del credito nei confronti del cliente e l'incasso dei pagamenti.

Viene calcolato dividendo 365 per l'indice di rotazione dei crediti.

Tale indice esprime la quantità di volte che i crediti sono stati incassati in un lasso di tempo. È il rapporto tra fatturato e i crediti sorti, in media.

$$\text{Giorni medi di incasso crediti} = 365 : \left(\frac{\text{Fatturato}}{\text{Crediti Medi}} \right)$$

Indice di rotazione dei crediti

I giorni medi di pagamento dei debiti indicano il tempo che intercorre tra il sorgere del debito nei confronti del fornitore e il pagamento.

Viene calcolato dividendo 365 per l'indice di rotazione dei debiti.

Quest'indice esprime la quantità di volte che i debiti sono stati pagati in un lasso di tempo.

È il rapporto tra gli acquisti e i debiti sorti, in media.

Indice di rotazione
dei debiti

$$\text{Giorni medi di pagamento dei debiti} = 365 : \left(\frac{\text{Acquisti}}{\text{Debiti Medi}} \right)$$

Quindi:

$$\begin{array}{r} \text{Giacenza media delle scorte in magazzino} + \\ \text{Giorni medi di incasso crediti} \quad \quad \quad - \\ \text{Giorni medi di pagamento dei debiti} \quad \quad \quad = \end{array}$$

CICLO DEL CIRCOLANTE

Il ciclo del circolante è il tempo che intercorre dal momento del pagamento dei fattori produttivi al momento dell'incasso dei ricavi ottenuti con i prodotti venduti.

Un ciclo del circolante negativo indica che l'incasso dei crediti avviene prima del pagamento dei debiti e quindi c'è un'eccedenza da investire.

Un ciclo del circolante positivo, soprattutto se elevato, può rappresentare un campanello d'allarme per l'impresa, poiché indica che l'incasso dei crediti segue il pagamento dei debiti e, quindi, comporta un fabbisogno da finanziare⁴².

2.3.4 Gli indicatori di tempestività dei pagamenti

Il codice, fa riferimento anche ai ritardi dei pagamenti da parte dell'impresa.

Introduciamo l'indice di tempestività dei pagamenti.

$$\text{Indice di tempestività dei pagamenti} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i f_i}{\sum_{i=1}^n f_i}$$

Dove:

x_i = data del pagamento – data scadenza fattura

n = numero delle fatture

f_i = importo del pagamento di ogni singola fattura

dove:

al numeratore abbiamo la somma dell'importo di ciascuna fattura pagata nel periodo di riferimento moltiplicato per i giorni effettivi intercorrenti tra la data di scadenza della fattura stessa e la data di pagamento ai fornitori;

al denominatore, invece, abbiamo la somma degli importi di tutte le fatture pagate nel periodo di riferimento.

L'indicatore di tempestività dei pagamenti è definito in termini di ritardo medio di pagamento ponderato in base all'importo delle fatture.

⁴² Di Lazzaro F., Musco G., ed: Giappichelli Analisi Aziendale.

L'indice sarà negativo in caso di pagamenti avvenuti in anticipo rispetto alla scadenza delle fatture e sarà positivo in caso di pagamento avvenuto in ritardo rispetto al pagamento delle fatture.

2.4 Il modello Z-score di Altman

Il modello Z-score venne creato da Edward I. Altman, nel 1968, con lo scopo di trovare un sistema efficiente in grado segnalare tempestivamente eventuali dissesti aziendali.

Oggigiorno, è uno dei modelli più utilizzati, non solo dalle imprese in declino, come guida per attuare eventuali azioni di turnaround, ma anche dalle banche, investitori e agenzie di rating.

Mentre l'analisi degli indici di bilancio permette di avere una stima prospettica della situazione futura di un'impresa, basata sull'interpretazione dei trends storici aziendali, il modello Z-score elimina la componente soggettiva utilizzata nella valutazione dello stato di salute delle aziende, prevedendo, con tecniche statistiche, le probabilità di fallimento di un'impresa negli anni successivi⁴³.

I vantaggi connessi all'utilizzo di un modello econometrico per la previsione delle condizioni di operatività di un'azienda, sono principalmente due:

- La sostanziale semplificazione delle fasi di elaborazione e di interpretazione delle informazioni;
- Il maggior grado di attendibilità nell'apprezzamento sul futuro evolversi dello status dell'unità produttiva⁴⁴.

Il valore discriminante Z-score, è il risultato di una somma di diverse variabili, ritenute rappresentative dello stato di salute aziendale, ognuna delle quali ponderata per uno specifico peso. Più lo Z-Score è basso, più la società in questione è a rischio fallimento, più lo Z-Score è alto, più la società naviga in "acque tranquille".

Quindi, si configura in termini analitici, con la seguente funzione lineare:

$$Z\text{-SCORE} = 1,4X1 + 1,2 X2 + 3,3 X3 + 0,6 X4 + 1X5$$

Dove:

Z- SCORE rappresenta il valore discriminante per ogni singola impresa

$$X1 = \frac{\text{Capitale circolante netto}}{\text{Totale attività}}$$

$$X2 = \frac{\text{Utile non distribuito}}{\text{Totale attività}}$$

$$X3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Totale attività}}$$

$$X4 = \frac{\text{Valore di mercato capitale}}{\text{Indebitamento totale}}$$

$$X5 = \frac{\text{Ricavi}}{\text{Totale attività}}$$

Obiettivo principale di questo modello è di dividere le imprese in due macro-categorie: le imprese sane e le imprese insolventi.

⁴³ Ko, Yu-Chien; Fujita, Hamido; Li, Tianrui An evidential analysis of Altman Z-score for financial predictions.

⁴⁴ Danovi (2012).

Per fare ciò, è necessario confrontare il valore Z-score, con il valore Z cut-off, cioè il valore discriminante tra aziende sane e aziende insolventi.

Il valore Z cut-off corrisponde a 2,675.

Le imprese che hanno un valore Z-score maggiore di 2,675, sono ritenute, secondo Altman, sane.

Le imprese che hanno un valore Z score minore di 2, 675, sono considerate insolventi e richiedono l'attivazione di azioni correttive per non sprofondare in una situazione di dissesto aziendale nel prossimo futuro.

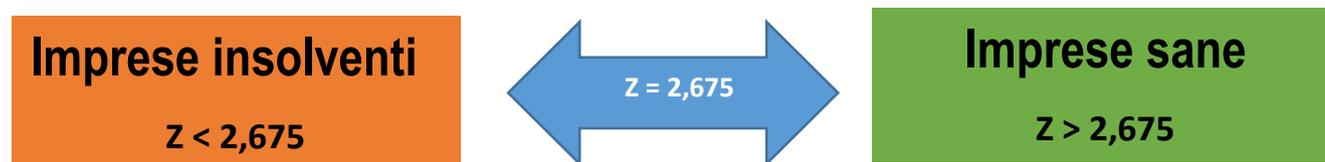


Figura (4): Modello Z-Score di Altman.

Oltre al valore Z cut-off è stata identificata una zona chiamata "grey zone", dove vengono situate le imprese per le quali non è possibile esprimere un giudizio sulle condizioni di operatività aziendale e quindi si trovano in uno stato di incertezza. Rientrano nella "grey zone" le imprese che hanno uno Z-score compreso tra 1,8 e 3.



Figura (5) : Modello Z-Score di Altman con grey zone.

2.5 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti

Per accordi di ristrutturazione dei debiti si intende una procedura giudiziale, con la quale un imprenditore, titolare di un'azienda in crisi decide di tentare il suo superamento attraverso un piano economico-finanziario, e per la sua attuazione un accordo, che può variare in base al contenuto, con i creditori che rappresentino almeno il 60% dei suoi debiti.

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti rappresentano uno strumento operativo che l'imprenditore ha la facoltà di utilizzare per proseguire l'attività aziendale ed attivare un processo di turnaround.

Il nuovo codice regola la disciplina degli strumenti di regolazione della crisi d'impresa, come gli accordi di ristrutturazione, sempre in un'ottica di risoluzione della crisi, offrendo, anche degli incentivi, che analizzeremo in seguito, i quali può beneficiare solo l'imprenditore che ha come obiettivo l'ultimo il proseguimento dell'attività aziendale.

Mentre gli accordi stragiudiziali, finalizzati anch'essi alla ristrutturazione delle passività, soffrono dell'assenza di una protezione in caso di insuccesso dalle possibili azioni revocatorie e soprattutto dagli effetti penali delle varie ipotesi di bancarotta, gli accordi di ristrutturazione dei debiti sono assoggettati a dei vincoli di forma e di idoneità, grazie ai quali, i creditori sono protetti da eventuali rischi a cui sarebbero esposti mettendo in atto degli accordi stragiudiziali.

Per far sì che tali accordi abbiano una "protezione" giuridica devono sussistere due presupposti al momento dell'omologazione del tribunale: il presupposto soggettivo e il presupposto oggettivo.

- Secondo il presupposto soggettivo non è sufficiente che chi desidera attivare gli accordi di ristrutturazione dei debiti sia un semplice debitore, ma può usufruire di tale strumento solo l'imprenditore assoggettabile alle procedure concorsuali.

- Secondo il presupposto oggettivo, invece, la risoluzione della crisi tramite lo strumento della ristrutturazione del debito non può essere richiesta dall'imprenditore operante in condizioni di stabilità economica e finanziaria interessato solamente a negoziare la propria posizione debitoria. Requisito necessario è che l'imprenditore si trovi in uno stato di crisi.

2.5.1 Il contenuto degli accordi di ristrutturazione

L'accordo con i debitori può consistere in una serie di negozi, che hanno il comune obiettivo di perseguire, in primis, gli interessi dei creditori principali ed in seguito evitare il fallimento dell'impresa, secondo il principio di continuità aziendale del nuovo codice. L'efficacia di tali negozi ovviamente è subordinata all'omologazione del tribunale.

Tra tali negozi ricordiamo:

- **"Pactum de non petendo"**: con tale patto, il creditore si obbliga a non richiedere l'adempimento del credito che vanta nei confronti del debitore prima di un certo periodo di tempo ovvero in esito alla verifica di un determinato evento.
- **La trasformazione dei creditori in azionisti**: consiste nella concessione di azioni ai creditori dell'impresa, al fine del superamento della crisi aziendale. La conversione dei debiti in capitale di rischio può avvenire tramite due modalità: tramite un'operazione di aumento del capitale proprio, con sottoscrizione delle nuove partecipazioni emesse a favore di tutti o parte dei creditori, oppure tramite il trasferimento di parte o dell'intero attivo ad una società conferitaria, anche di nuova costituzione, e assegnazione delle partecipazioni di tale società ai creditori dell'imprenditore. Ovviamente tale accordo è seguito dall'estinzione o riduzione del relativo credito.
- **Ingresso di un nuovo azionista**: consiste nell'entrata di un nuovo azionista, proveniente dalla società creditrice, all'interno della società del debitore.
- **Cessione di beni**: la cessione dei beni ai creditori rappresenta una modalità di riduzione o estinzione del credito. È una procedura secondo la quale il debitore incarica i creditori, o parti di essi, di vendere tutti o alcuni dei suoi beni e ripartire tra loro il ricavato in soddisfacimento dei loro crediti.

- **Variazione dei tassi di interesse:** è possibile che, per facilitare il pagamento del debito, l'imprenditore si possa accordare con i creditori principali per una riduzione del tasso di interesse, per alleggerire l'onere posto a carico del debitore.

- **Il conseguimento di una nuova finanza verso concessioni di garanzie ed altre operazioni finanziarie:** un esempio è il *lease-back*. Il lease-back è una particolare forma di finanziamento d'impresa, che indica una sottospecie di leasing finanziario.

Con tale contratto, un soggetto vende un bene mobile, o più frequentemente immobile, ad una società di leasing, in cambio del pagamento del corrispettivo prezzo. Tuttavia, il soggetto che vende il bene, continuerà a goderne, non più come proprietario ma come utilizzatore, versando dei canoni alla società di leasing.

L'ammontare dei canoni periodici sarà ovviamente superiore al prezzo corrisposto al venditore che avrà la possibilità di riscattare il bene, pagando un prezzo di riscatto.

- **La transazione fiscale:** rappresenta un accordo tra il debitore e il Fisco. È una procedura secondo la quale il debitore, nell'ambito degli accordi di ristrutturazione dei debiti, può beneficiare di una riduzione o una dilazione del pagamento dei debiti tributari sia chirografi che privilegiati. La transazione fiscale è un'operazione conveniente sia per il debitore, che potrà ottenere la chiusura delle pendenze con il fisco, evitando di fallire e proseguendo la sua attività aziendale, ma anche per lo Stato che avrà la possibilità di recuperare denaro, anche se in misura ridotta o dilazionata.

- **La modifica dei termini originari del debito:** consiste nella dilazione, riduzione o remissione del debito che i creditori vantano nei confronti dell'impresa debitrice.

2.5.2 Le novità del nuovo codice della crisi d'impresa

Con il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, il legislatore ha riformato la disciplina degli accordi di ristrutturazione introducendo importanti novità.

Il legislatore ha introdotto, accanto agli accordi di ristrutturazione propriamente detti "ordinari", due diverse procedure di accordo per la ristrutturazione dei debiti: gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa e gli accordi di ristrutturazione agevolati.

Gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa consistono nella facoltà concessa al debitore di estendere i vincoli contrattuali derivanti da accordi con una maggioranza qualificata, ad una minoranza non aderente. Mentre prima della riforma fallimentare, tale estensione era riferita solo ai creditori finanziari, con il nuovo codice è possibile estendere i vincoli contrattuali a tutti i tipi di creditori, purché appartenenti alla medesima categoria della maggioranza qualificata.

Tuttavia, dobbiamo prendere in considerazione alcuni presupposti affinché gli accordi di ristrutturazione del debito ad efficacia estesa acquisiscano validità:

- L'estensione degli accordi è ammessa solo nel caso che gli accordi stessi prevedano la continuazione d'impresa e non la sua liquidazione. La destinazione degli accordi alla continuazione dell'impresa è rafforzata dalla previsione, che deve informare il piano economico-finanziario, che il

perseguimento degli interessi dei creditori dipenda in misura significativa o prevalente dal ricavato della continuità aziendale.

- La procedura relativa all'estensione degli accordi deve essere messa in atto seguendo il principio di buona fede. Il debitore deve, quindi, non solo, rendere partecipi i creditori non aderenti alle trattative relative agli accordi, ma anche metterli in condizioni di poter ricevere tutte le informazioni sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria del debitore.
- I creditori aderenti all'accordo devono rappresentare almeno il 75% dei creditori di tutta la categoria.
- I creditori non aderenti, invece, devono essere soddisfatti in misura non inferiore a quanto lo sarebbero stati in caso di liquidazione giudiziale.

Gli accordi di ristrutturazione agevolati invece rappresentano una procedura del tutto nuova tra gli istituti di regolazione della crisi d'impresa. La logica di questi accordi consiste nella riduzione alla metà, ovvero dal 60% al 30%, della percentuale minima dei creditori aderenti.

Due presupposti devono sussistere affinché gli accordi di ristrutturazione agevolati godano di valenza giuridica.

- Il debitore deve rinunciare alla convenzione di moratoria dei creditori estranei agli accordi
- Il debitore deve rinunciare a richiedere misure protettive temporanee.

Ancora una volta, come possiamo notare, l'obiettivo comune delle novità introdotte dal legislatore nel nuovo codice della crisi d'impresa, consiste nell'incentivare l'imprenditore in stato di insolvenza a prediligere tale procedura al fine del risanamento dell'impresa e del proseguimento dell'attività aziendale, piuttosto che scegliere la via della liquidazione giudiziale.

2.6 Il concordato preventivo

Il concordato preventivo è uno strumento che mette a disposizione la legge al supporto dell'imprenditore commerciale, tramite il quale il debitore in stato di insolvenza può negoziare con i creditori principali, per il soddisfacimento totale o parziale di questi ultimi al fine del proseguimento dell'attività aziendale, evitando così la liquidazione giudiziale.

La principale differenza con gli accordi di ristrutturazione del debito, consiste nella gestione più flessibile del risanamento del debito, anche se la procedura del concordato preventivo è di gran lunga più complessa, più lunga e più costosa.

La procedura del concordato preventivo si avvicina maggiormente a quella fallimentare.

Infatti, ai fini del soddisfacimento dei creditori principali, il concordato preventivo prevede la liquidazione non fallimentare del patrimonio del debitore.

La ristrutturazione dei debiti invece può essere concordata attraverso qualsiasi forma (cessioni di beni, trasformazione di creditori in azionisti, operazioni straordinarie) come risultato degli accordi tra il debitore e la maggioranza qualificata dei creditori.

A differenza dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, il concordato preventivo assicura inoltre una protezione più lunga dalle azioni esecutive, a causa di una partecipazione più diretta del tribunale nelle varie fasi della procedura.

È proprio il tribunale, infatti, ad effettuare una valutazione tecnico-economica, sulla fattibilità della proposta di concordato. Trattasi di un'attività complessa che implica la verifica delle principali ipotesi poste dal debitore a fondamento della strategia di risanamento dell'impresa.

2.6.1 Il concordato preventivo in continuità aziendale

Con il concordato preventivo il debitore realizza il soddisfacimento dei creditori mediante la continuità aziendale o la liquidazione del patrimonio.

Il legislatore, ancora una volta, con il concordato in continuità aziendale, mostra avere una preferenza verso l'opzione della prosecuzione dell'attività aziendale, al fine di preservare le imprese in crisi, e mantenere elevato il livello occupazionale.

Il concordato preventivo in continuità aziendale non è più considerato come uno strumento liquidatorio, ma come un istituto che prevede l'attuazione di strategie di risanamento al fine del mantenimento dei valori aziendali.

È importante specificare che la disciplina relativa al concordato in continuità aziendale non viene applicata solo in caso di prosecuzione dell'attività aziendale a capo del debitore, ma anche quando è prevista la gestione aziendale, negli esercizi successivi, da parte di un soggetto diverso dal debitore, tramite contratti di cessione, usufrutto, affitto ecc.

Tuttavia, al fine della validità di questo istituto, i termini del contratto devono prevedere il mantenimento o la riassunzione dei dipendenti, di almeno della metà rispetto ai due esercizi precedenti.

Sia per il concordato in continuità diretta che per il concordato in continuità indiretta deve essere accertato nel piano di risanamento, che l'attività aziendale sia funzionale al ripristino dell'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa nell'interesse primario dei creditori principali e poi dell'imprenditore.

Ricordiamo, inoltre, che per il concordato in continuità aziendale vige il **criterio della prevalenza** secondo la quale, il soddisfacimento dei creditori deve avvenire in misura prevalente tramite il ricavato prodotto dalla continuità aziendale diretta o indiretta.

La prevalenza si considera sempre sussistente quando i ricavi attesi dalla continuità per i primi due anni di attuazione del piano derivano da un'attività d'impresa alla quale sono addetti almeno la metà della media di quelli in forza nei due esercizi antecedenti il momento del deposito del ricorso⁴⁵.

2.7 Conclusioni

Analizzare i più importanti istituti del nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza risulta di fondamentale importanza al fine di esaminare e comprendere gli strumenti giuridici e manageriali per il superamento della crisi aziendale, principale obiettivo di questo lavoro.

⁴⁵ D.LGS 12/01/2019 Art 84 comma 3.

In questo capitolo è stata analizzata la componente giuridica, da ciò è stato possibile dedurre che il legislatore, riformando la disciplina fallimentare, ha posto una maggior attenzione a tutti quegli istituti che mettono a disposizione degli strumenti per il superamento della crisi d'impresa, cercando quindi di minimizzare l'utilizzo dell'istituto del fallimento, solo ai casi di mera necessità. Concludendo, è possibile affermare quindi che gli organi di controllo aziendali rilevano tempestivamente lo stato di tensione economica e finanziaria dell'impresa tramite gli appositi indici e successivamente attivano la procedura di allerta e composizione della crisi, per poi iniziare a negoziare con i creditori principali allo scopo di ridurre la posizione debitoria dell'impresa tramite gli accordi di ristrutturazione dei debiti e il concordato preventivo. Il management d'impresa, poi, tramite l'attuazione di misure di risanamento aziendale, può, con successo, risollevare l'impresa dalla drammaticità della crisi.

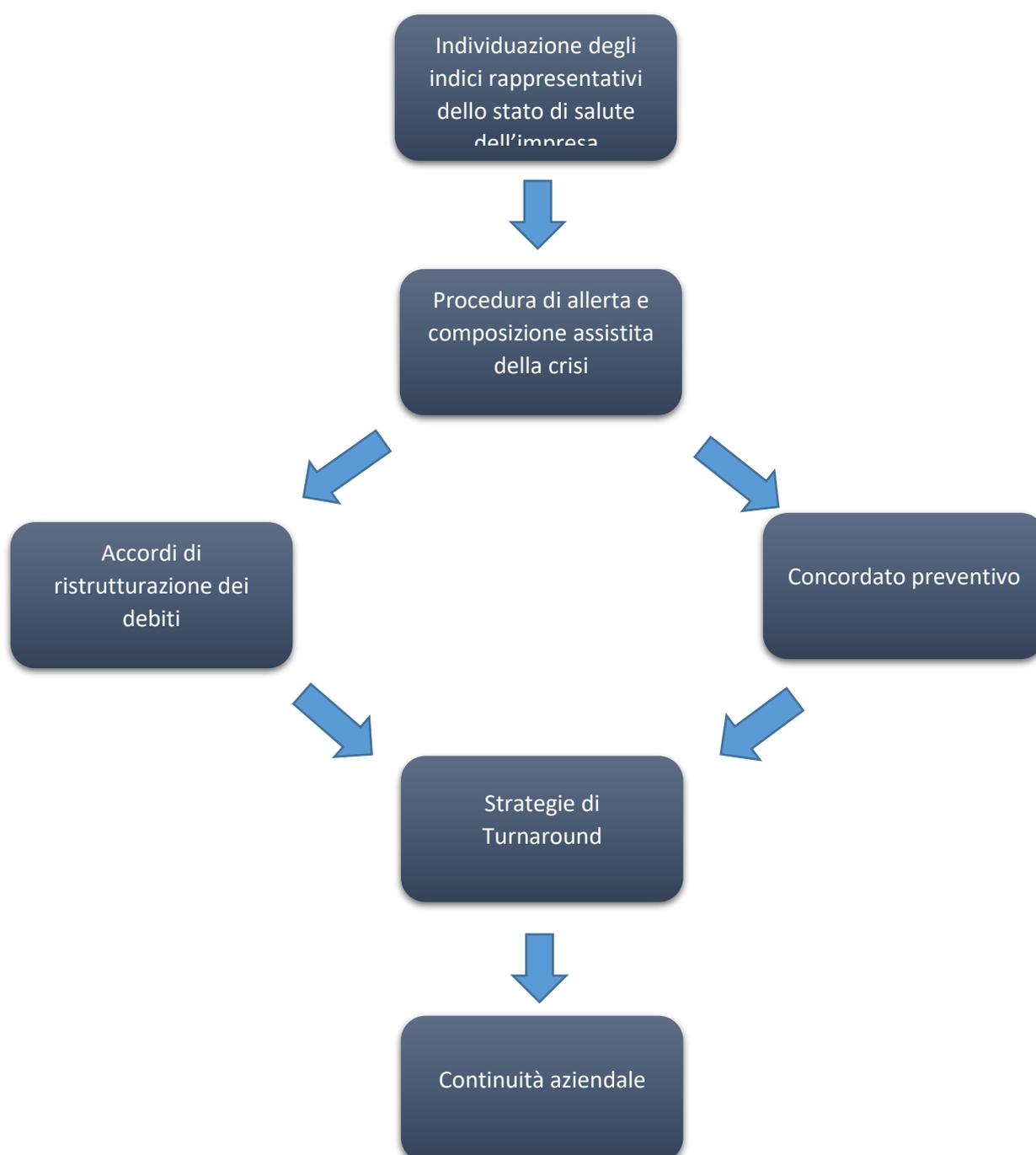


Figura (6): Dall'individuazione degli indici di crisi aziendale alle strategie di turnaround.

3. Le strategie di turnaround

Dopo aver analizzato gli strumenti giuridici per il superamento della crisi d'impresa rinnovati dal legislatore nel nuovo codice, in questo capitolo esamineremo nello specifico gli aspetti più importanti delle misure poste in atto dal management per risanare le imprese in stato di tensione economico finanziaria.

Sentiamo spesso casi di imprese che, in specifici momenti del loro ciclo di vita, subiscono una perdita di valore, a causa di fattori interni o esterni ad esse.

Molte organizzazioni entrano in uno stato di declino poiché non riescono ad anticipare, riconoscere e adattarsi a pressioni provenienti sia dall'interno che dall'esterno che minacciano l'esistenza dell'impresa stessa. Le strategie di turnaround rappresentano quindi un'opzione di risposta a queste pressioni, in quanto mirano ad attenuare tali minacce al fine di recuperare il valore perso nel tempo, con effetti positivi sulle performance aziendali.

Vedremo in seguito che le misure di risanamento aziendale messe in atto dall'azienda per far fronte ad una situazione di declino e riportare a livelli soddisfacenti la performance aziendale possono essere scomposte in due macro categorie: le azioni operative (retrenchment) e le azioni strategiche (recovery).

- Le azioni operative mirano ad ottimizzare l'efficienza aziendale tramite riduzioni di costo e talvolta anche tramite la dismissione di asset.
- Le azioni strategiche mirano ad ottimizzare la struttura strategica dell'impresa presumendo un nuovo modo di competere nel business esistente o l'entrata in un nuovo business. In sintesi, le azioni di recovery ridefiniscono le strategie competitive e i modelli di business dell'impresa.

Nei prossimi paragrafi verranno analizzate nello specifico le azioni di turnaround in tutti i loro aspetti.

3.1 L'opzione tra risanamento e liquidazione. La preferenza a risanare

La scelta principale dell'imprenditore in stato di crisi riguarda l'opzione tra risanamento e liquidazione. L'imprenditore, per svolgere un'accurata analisi a supporto del processo decisionale, al fine di gestire nel migliore dei modi le situazioni di crisi aziendale, si serve di modelli di valutazione economico finanziaria. Questi modelli si basano su parametri oggettivi di carattere finanziario, cioè sul criterio della minimizzazione dei costi derivanti dalla crisi e dell'allocazione ottimale delle risorse possedute dall'impresa. Come abbiamo visto nel secondo capitolo, il legislatore, nel nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, ha introdotto delle novità volte a privilegiare tutti quegli strumenti che consentono il proseguimento dell'attività aziendale (accordo di ristrutturazione dei debiti e concordato preventivo), quando l'impresa si trova in uno stato embrionale della crisi cercando di ridurre al minimo l'uso dello strumento della liquidazione giudiziale. La sempre maggior attenzione del legislatore su questi strumenti di carattere negoziale che consentono il superamento della crisi aziendale senza liquidare gli asset dell'impresa, richiedono un'analisi approfondita di tali modelli di valutazione a supporto della scelta dell'imprenditore.

Secondo tali modelli, la liquidazione viene preferita alla ristrutturazione solo quando l'impresa vale più morta che viva, quando cioè il valore recuperabile in caso di liquidazione è superiore al valore economico

dell'impresa dopo la ristrutturazione. Al contrario invece, viene preferita la ristrutturazione quando il valore recuperabile dall'impresa risanata è maggiore rispetto al valore liquidabile dell'impresa.

L'analisi di tali modelli non deve prendere in considerazione solo il criterio della massimizzazione del valore dell'impresa, ma anche il principio di equità, secondo la quale i relativi sacrifici economici devono essere equamente distribuiti tra le varie parti dell'impresa.

Data la preferenza del legislatore, nel nuovo codice della crisi d'impresa, verso il proseguimento dell'attività d'impresa, nel prossimo paragrafo ci soffermeremo sul modello di valutazione a supporto della scelta di risanamento per poi confrontare il risultato con il valore di liquidazione dell'impresa.

3.1.1 Modello di valutazione a supporto della scelta di risanamento

L'obiettivo principale dell'imprenditore in stato di crisi è quello di valutare la convenienza dell'attuazione delle strategie di Turnaround. Nello specifico, quindi, il modello di valutazione a supporto della scelta di risanamento consente di valutare se un eventuale piano di ristrutturazione aziendale riuscirà a garantire un ritorno economico ai finanziatori.

Se, ovviamente, il valore dell'impresa risanata non sarà maggiore al valore di liquidazione o di cessione degli asset, è intuibile comprendere che il piano di risanamento verrà rigettato.

Il modello proposto (*Discounted Cash Flow*) consente di calcolare il valore dell'impresa tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa generati in futuro dall'impresa in sede di ristrutturazione, utilizzando il metodo *asset side*. Ricordiamo che l'analisi dei flussi finanziari è di fondamentale importanza specialmente quando vengono trattate le imprese in situazione di crisi, in quando la manifestazione della crisi stessa consiste nell'insolvenza, ovvero nell'incapacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari futuri attingendo alle risorse finanziarie in entrata⁴⁶.

Attualizzando i flussi di cassa futuri quindi, saremo in grado di conoscere quale sarà il valore dell'impresa al netto dei sacrifici economici richiesti in sede di ristrutturazione e confrontando il risultato con i *pay-off* derivanti dalla liquidazione, sarà possibile valutare la convenienza del piano.

Il modello di attualizzazione dei flussi di cassa prende in considerazione un duplice approccio di analisi:

- Stimare il valore aggregato dell'impresa in caso di continuità operativa.
- Evidenziare la convenienza del risanamento per tutti gli stakeholders.

Principale obiettivo del DCF, è quello di calcolare l'equity value.

Rappresentiamo sinteticamente lo stato patrimoniale:

⁴⁶ Dorigato.P, Aldrighetti.F, Gestione della crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione (2009).

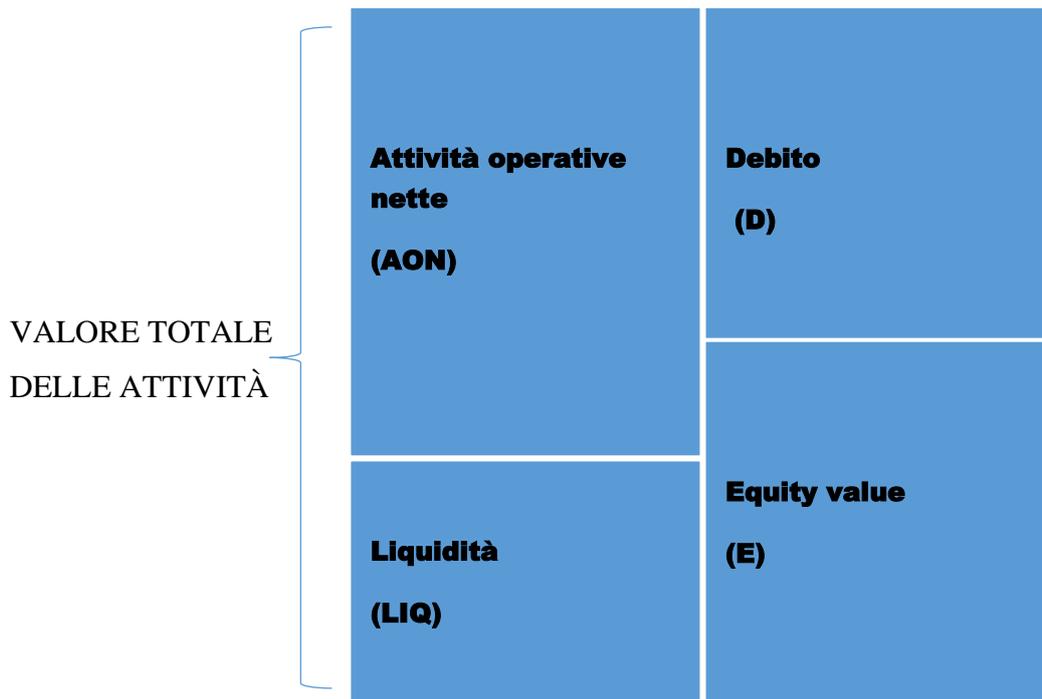


Figura (7): Stato patrimoniale.

Seguendo il metodo *asset side*, l'equity value sarà uguale al valore totale delle attività sottratto il valore di mercato del debito.

Quindi:

$$E_{RIS} = AON + LIQ - D$$

Il primo step quindi consiste nel calcolare le attività operative nette al fine di identificare il valore totale delle attività.

Per effettuare una corretta valutazione bisogna tenere di riferimento il piano finanziario.

Il piano finanziario è un documento programmatico che tiene conto di tutte le informazioni di carattere economico-finanziario relative alle previsioni riguardanti le strategie di risanamento d'impresa che contraddistinguono la gestione aziendale negli anni successivi⁴⁷.

L'obiettivo primario del piano finanziario è quello di tradurre in termini quantitativi gli esiti delle azioni di turnaround mediante le quali l'impresa effettua un percorso di ritorno al valore.

⁴⁷ Santini R., "Piani finanziari e valore d'impresa", 2007.

Tramite quest'analisi, il management d'impresa sarà in grado di conoscere la serie di flussi di cassa operativa e complessiva prodotti dall'attività aziendale nel periodo di riferimento, per poter apprezzare la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa positivi a seguito dell'implementazione del piano stesso⁴⁸.

Il valore delle attività operative può essere calcolato attualizzando i flussi di cassa generati nel periodo di riferimento del piano sommati al valore residuo, ovvero il valore attuale netto dei flussi di cassa che si accumulano dopo il periodo di tempo coperto dall'analisi dello scenario⁴⁹. I flussi di cassa verranno attualizzati al WACC, ovvero il costo medio ponderato del capitale.

$$AON = \sum_{i=0}^n \frac{FCCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{TV}{(1+WACC_n)^n}$$

Per calcolare i flussi di cassa operativi netti è necessario partire da uno schema di rendiconto finanziario. Partendo dal risultato operativo (EBIT) ed effettuando una serie rettifiche, il modello è in grado di evidenziare i flussi di cassa operativi che l'impresa è in grado di generare grazie al piano di risanamento, nell'orizzonte temporale di riferimento.

Il rendiconto, inoltre, deve tener conto degli aspetti specifici legati alle misure di risanamento aziendale attuate dal management, che incidono sui flussi di cassa generati dall'impresa. Tra questi ricordiamo le plusvalenze/minusvalenze liquide derivanti dalla cessione di asset o rami d'azienda non considerati più funzionali per il proseguimento dell'attività aziendale.

Partendo dall'Ebit quindi, i flussi di cassa operativi, possono essere determinati come segue:

Risultato operativo (EBIT)
- imposte sul risultato operativo
Risultato operativo al netto delle imposte
+ ammortamenti
+ accantonamenti e altre voci non monetarie
+/- variazioni negative/positive del capitale circolante
+/- disinvestimenti/investimenti in capitale fisso
+/- Plusvalenze/Minusvalenze liquide derivanti dalla cessione di asset o rami aziendali
Flussi di cassa operativi netti

Una volta definita l'importanza del rendiconto finanziario per la stima dei flussi di cassa generati del periodo di riferimento, è importante soffermarsi sul tasso di attualizzazione, rappresentato dal WACC, cioè, il costo medio ponderato del capitale.

Il WACC rappresenta il rendimento complessivo richiesto sugli asset aziendali.

⁴⁸ Dorigato.P, Aldrighetti.F ,Gestione della crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione (2009).

⁴⁹ Il terminal value è il valore attuale netto dei flussi di cassa generati dall'impresa dopo il periodo di tempo coperto dall'analisi dello scenario. Il terminal value viene calcolato considerando che l'impresa risanata riesca a generare flussi di cassa costanti a partire dal periodo n+1 ad un tasso di crescita costante chiamato g. Anche il terminal value verrà attualizzato al tasso WACC.

Analiticamente è la media ponderata dei costi delle fonti di finanziamento:

$$WACC = K_e \frac{E}{D+E} + K_d \frac{D}{D+E} (1-T_c)$$

dove K_e indica il costo del capitale netto (rendimento richiesto dagli investitori a titolo di capitale di rischio) e K_d il costo del debito, E il valore di mercato del capitale netto e D quello del debito, e T_c l'aliquota d'imposta marginale sui redditi d'impresa.

È interessante comprendere come le varie operazioni di ristrutturazione aziendale impattino sul calcolo del WACC. Nello specifico, è di fondamentale importanza calcolare l'effetto primario generato da una variazione dei pesi (E , il valore di mercato del capitale netto e D , quello del debito) e l'effetto secondario sul costo del debito e del capitale netto⁵⁰.

Dopo aver calcolato, il valore delle attività operative nette, è necessario stimare il valore nominale della liquidità aziendale (LIQ) eventualmente esistente al momento della valutazione.

Sommando il valore delle attività operative nette al valore nominale della liquidità aziendale otteniamo il valore totale delle attività, ovvero, l'**enterprise value (EV)**.

$$EV = \sum_{i=0}^n \frac{FCCF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{VR}{(1+WACC_n)^n} + LIQ$$

Per determinare il valore dell'equity, sarà necessario sottrarre dall'Enterprise Value il valore di mercato del debito.

Il calcolo del valore di mercato del debito è di fondamentale rilevanza soprattutto in riferimento alla valutazione finanziaria del piano di risanamento. Esso dovrebbe indicare l'evoluzione dei flussi di cassa che spetta ai finanziatori. Una realistica previsione di quanto spetta ai finanziatori, quindi, sarà di supporto nella scelta tra liquidazione e risanamento. Tuttavia, la gran parte delle imprese non presenta un passivo formato da titoli negoziati su mercati regolamentati per la quale è semplice la determinazione del valore di mercato. Il passivo molto spesso è caratterizzato da titoli *non-traded* per la quale è semplice la determinazione del valore contabile ma non del valore di mercato⁵¹.

Nell'ambito del modello di valutazione, il valore di mercato del debito finanziario (D), in termini generali, è calcolato come valore attuale dei flussi attesi sul debito (FCD) ad un tasso di sconto rappresentato dal costo del debito dell'impresa da valutare (K_d), che riflette il rating dell'impresa e quindi la rischiosità dei suoi debiti:

$$D = \sum_{i=0}^n \frac{FCD_t}{(1+Kd_t)^t} + \frac{TV}{(1+Kd_n)^n}$$

Una volta stimato il valore di mercato del debito, tramite l'approccio *sum of parts* sopra citato, sarà possibile determinare il valore economico del capitale netto.

$$ERIS = AON + LIQ - D$$

⁵⁰ Dorigato.P, Aldrighetti.F, Gestione della crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione (2009).

⁵¹ Dorigato.P, Aldrighetti.F, Gestione della crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione (2009).

È necessario specificare che l'implementazione del piano di risanamento potrebbe avere anche esiti negativi a causa di errori strategici o eventi esogeni non prevedibili in sede di valutazione. Il modello di valutazione finanziaria del risanamento quindi dovrebbe includere anche l'ipotesi di insuccesso del piano. Tuttavia, per motivi di semplicità, verrà trattato solo il caso di successo dell'implementazione della strategia di risanamento⁵².

Determinato il valore economico del capitale netto in caso di risanamento, si procede al confronto con il valore di liquidazione dell'impresa per decidere se implementare o rigettare il piano di risanamento

Definiamo $ELiq$, il valore economico del capitale netto in caso di liquidazione.

Se $ERis > ELiq$ si opererà per l'implementazione del piano di risanamento.

Se $ERis < ELiq$ il piano di risanamento verrà rigettato e si procederà con la liquidazione.

3.2 Le azioni di retrenchment

Come abbiamo già accennato a inizio capitolo, le azioni di retrenchment mirano ad ottimizzare l'efficienza aziendale tramite riduzioni di costo o dismissioni di asset.

L'obiettivo principale delle misure di retrenchment si concretizza nel raggiungimento di una posizione finanziaria riequilibrata attraverso il risparmio dei costi e la dismissione di asset. Nello specifico si tratta di azioni relativamente semplici da implementare nel tentativo di riportare l'azienda in un'immediata condizione di stabilità economica e finanziaria⁵³.

Nonostante le azioni di retrenchment si concretizzano nella riduzione di costi e di asset, non si deve commettere l'errore di confonderle con altri provvedimenti aziendali che conseguono fini diversi pur utilizzando gli stessi strumenti operativi. Tali azioni sono:

- **Downscaling**, che mira a ridurre la produzione dell'azienda.
- **Downscoping**, che mira alla ristrutturazione del portafoglio aziendale⁵⁴.

Tuttavia, è opportuno distinguere le azioni di retrenchment in due macro-categorie:

- **Asset retrenchment**, interpretato come il processo di recupero della performance aziendale tramite la dismissione di asset.
- **Cost retrenchment**, interpretato come il processo di riduzione dei costi (spese amministrative, costo del personale, costi di marketing, interessi finanziari, costi di ricerca e sviluppo, costi indiretti ecc...), seguita da una riorganizzazione dei processi⁵⁵.

Secondo numerosi studi, le operazioni di asset e cost retrenchment portano inevitabilmente a risultati positivi in termini di performance aziendale.

Tuttavia, non bisogna commettere l'errore di generalizzare l'affermazione suddetta per tutte le imprese. Nonostante, quindi, le azioni di retrenchment sono di fondamentale importanza, soprattutto in un'ottica di

⁵² Dorigato.P, Aldrighetti.F, Gestione della crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione (2009).

⁵³ E. Peruffo Le strategie di Turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo.

⁵⁴ DeWitt, R. (1998). 'Firm, industry, and strategy influences on choice of downsizing approach'. Strategic Management Journal.

⁵⁵ Schmitt & Raisch, Corporate turnaround: the duality of Retrenchment and Recovery, 2013.

creazione di una base stabile dalla quale è possibile intraprendere con successo una strategia di riposizionamento dell'azienda, è necessario prendere in considerazione il contesto competitivo in cui le imprese operano.

Dato che l'ambiente competitivo può avere un impatto significativo sulle imprese operanti, è da considerare di fondamentale importanza quando si considera la strategia di turnaround di un'azienda. Da ciò è possibile dedurre che le imprese affrontano sfide diverse a seconda del settore in cui operano⁵⁶. Le imprese operanti nelle industrie mature misurano il valore creato tenendo conto dei flussi di cassa generati negli anni futuri di riferimento⁵⁷. Le imprese operanti in un settore in crescita invece sono maggiormente interessate al valore generato da eventuali opportunità, rilevate tramite attività di ricerca e sviluppo, che potrebbero essere sfruttate per ottenere un vantaggio competitivo nell'industria di riferimento⁵⁸. Infine le imprese che operano in un settore in declino sono interessate maggiormente allo sfruttamento delle risorse più preziose.

È facile comprendere, quindi, che le caratteristiche del contesto competitivo in cui l'impresa opera hanno delle ripercussioni sugli effetti delle strategie di retrenchment messe in atto dall'impresa.

Di seguito verranno analizzati gli effetti delle strategie di cost retrenchment e asset retrenchment, tenendo conto, però, di una discriminante: il contesto competitivo.

3.2.1 Cost retrenchment

Come suddetto, le azioni di cost retrenchment mirano alla riduzione dei costi e alla riorganizzazione dei processi al fine di avere dei miglioramenti sulle performance aziendali. Tuttavia, è necessario tener conto che non sempre le strategie di riduzione di costo hanno degli effetti positivi sulle performance di un'impresa. Come specificato in precedenza occorre quindi analizzare il settore in cui un'impresa opera, focalizzandosi nello specifico sul tasso di crescita.

Per comprendere, nel dettaglio questo concetto, verranno analizzati, di seguito gli effetti del cost retrenchment, tenendo conto del tasso di crescita dell'industria di riferimento delle imprese.

Le imprese in un settore in crescita devono dedicare risorse nello sviluppo di tecniche innovative, ricerche di mercato, marketing del prodotto/servizio. In poche parole, devono sfruttare al massimo le opportunità provenienti dall'ambiente esterno per ottenere un vantaggio competitivo sui concorrenti esistenti e respingere i nuovi entranti. Una politica di riduzione dei costi tende a ridurre il grado di innovazione di un'impresa⁵⁹. Tuttavia, come sopra citato, l'innovazione e lo sviluppo di nuove capacità sono di fondamentale importanza per le imprese che concorrono in un settore in forte crescita⁶⁰. È necessario aggiungere che le imprese in declino che operano in settori caratterizzati da un tasso di crescita elevato,

⁵⁶ Porter, M. E. 1980. *Competitive strategy*. New York: Free Press.

⁵⁷ Folta, T. 1998. Governance and uncertainty: The trade-off between administrative control and commitment. *Strategic Management Journal*.

⁵⁸ Kogut, B., & Zander, U. 1992. Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology. *Organization Science*.

⁵⁹ Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. 1993. Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy. *Strategic Management Journal*.

⁶⁰ J.L. Morrow Jr, Richard A. Johnson, Lowell W. Busenitz The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment.

dovrebbero investire in nuove tecnologie innovative e aumentare gli sforzi di marketing nei mercati esistenti. Le imprese che mettono in atto le strategie di cost retrenchment, quindi, non investendo in nuove opportunità di mercato, rischiano di essere “schiacciate” dalle imprese concorrenti che, al contrario, investono su nuove tecnologie innovative provenienti dall’ambiente esterno.⁶¹

Ipotesi 1a: In un settore in forte crescita, una politica di cost retrenchment ha degli effetti negativi sulle performance aziendali.

Per le imprese che operano in settori maturi, caratterizzati da una crescita modesta, o addirittura piatta, la situazione è differente.

I settori maturi, infatti, sono caratterizzati da una forte saturazione del mercato e da una scarsa innovazione dei prodotti⁶². Man mano che il tasso di crescita del settore si stabilizza, il mercato diventa sempre più saturo, l’offerta di mercato tende ad eccedere di gran lunga la domanda e quindi si assiste ad un’intensificazione della concorrenza. Tali dinamiche possono portare ad un’elevata concorrenza sui prezzi e quindi ad una maggior pressione nel ridurre i costi⁶³. Le imprese in declino, in procinto di attuare strategie di turnaround aziendale, dovrebbero, quindi, ridurre i costi al fine di massimizzare l’efficienza per poter reagire al meglio all’aumento della pressione concorrenziale⁶⁴. È intuibile comprendere che se tali imprese non applicassero misure di cost retrenchment, sarebbero più inefficaci rispetto ai concorrenti a causa di una mancata riduzione dei costi e al fronte di una crescente concorrenza sui prezzi.

Ipotesi 2a: In un settore maturo, una politica di cost retrenchment ha degli effetti positivi sulle performance aziendali.

Le imprese in declino che operano in settori caratterizzati da un tasso di crescita decrescente vanno incontro a numerose minacce e poche opportunità⁶⁵. Date queste condizioni, le imprese sono solite a orientarsi verso la cessione d’azienda o il ridimensionamento del business. Coerentemente con questo lavoro, consideriamo la seconda ipotesi. Le dinamiche competitive nelle industrie in declino suggeriscono che le imprese dovrebbero concentrarsi sul mantenimento (piuttosto che sull’aumento) della loro posizione di mercato. Ciò suggerisce che le imprese dovrebbero cercare di ridurre i costi eliminando selettivamente determinate attività al fine di stabilizzare i profitti e acquisire efficienza reagendo in modo ottimale al ribasso della domanda⁶⁶.

Quest’opzione mostra essere più efficiente rispetto alla cessione del business. Uscire dal settore di riferimento non è privo di difficoltà, poiché in tal caso le imprese devono fare i conti con le barriere all’uscita. Le barriere all’uscita, come gli investimenti specifici per le attività, gli obblighi di servizio al

⁶¹ Barker, V. L., III, & Mone, M. A. 1994. Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline? Strategic Management Journal.

⁶² Harrigan, K. R. 1988. Managing maturing businesses. Lexington, MA: Lexington Books.

⁶³ J.L. Morrow Jr, Richard A. Johnson, Lowell W. Busenitz The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm’s Competitive Environment.

⁶⁴ Miles, G., Snow, C.C., & Sharfman, M.P. 1993. Industry variety and performance. Strategic Management Journal, 14(3).

⁶⁵ Miles, G., Snow, C.C., & Sharfman, M.P. 1993. Industry variety and performance. Strategic Management Journal, 14(3).

⁶⁶ Dodge, H. R., Fullerton, S., & Robbins, J. E. 1994. Stage of the organizational life cycle and competition as mediators of problem perception in small businesses. Strategic Management Journal.

cliente e la perdita del riconoscimento dell'impresa, spesso portano a una forte rivalità poiché i concorrenti cercano di utilizzare la capacità in eccesso⁶⁷.

Ipotesi 3a: In un settore in declino, una politica di cost retrenchment ha degli effetti positivi sulle performance aziendali.

3.2.2 Asset retrenchment

Secondo la logica delle strategie di asset retrenchment, le imprese in declino, riducendo gli asset poco performanti possono migliorare le proprie prestazioni, aumentando così il loro livello di performance⁶⁸.

Vendendo fattori strategici in un mercato aperto, le imprese possono recuperare il loro valore economico.

Mentre molte aziende nelle industrie in crescita stanno acquisendo attività (ad es. proprietà, impianti e attrezzature) per sfruttare le opportunità che si stanno evolvendo nel mercato del prodotto, è probabile che le aziende con scarse prestazioni vendano attività che non sono state in grado di utilizzare in modo efficiente⁶⁹.

È probabile che gli asset che non riescono ad essere sfruttati in modo ottimale, possano essere utilizzati efficientemente da imprese concorrenti al fine di trarre vantaggio dalle opportunità di crescita. La vendita di attività specifiche per un settore in crescita è probabilmente molto apprezzata da coloro che cercano attività e, quindi, porta al pagamento di un prezzo premium nei mercati dei fattori strategici⁷⁰. Allo stesso tempo, le imprese in via di ridimensionamento hanno l'opportunità di concentrarsi al meglio su quelle attività che possono essere utilizzate in modo più efficiente che permettono di essere più competitivi nel settore di riferimento.

Ipotesi 1b: In un settore in forte crescita, una politica di asset retrenchment ha degli effetti positivi sulle performance aziendali.

Discorso simile per le imprese che operano in un settore maturo, caratterizzato da un tasso di crescita stabile. Le imprese che si rivolgono ad un mercato, ormai, saturo tendono a ridurre i costi al fine di massimizzare l'efficienza, per rispondere al meglio alle pressioni concorrenziali. In tale contesto, le imprese che affrontano un periodo di crisi in termini di performance aziendali, dovrebbero attuare una politica di ridimensionamento per ridurre i costi fissi legati alle attività "in eccesso".

Ipotesi 2b: In un settore maturo, una politica di asset retrenchment ha degli effetti positivi sulle performance aziendali.

Per le imprese che operano in un settore in declino il discorso è ben diverso.

Potrebbe sembrare che la scelta più ottimale per le imprese in crisi che si rivolgono ad un settore ormai in declino sia quella di ridimensionare le attività per massimizzare l'efficienza aziendale. Quando il tasso di crescita di un settore è decrescente, la cessione degli asset aziendale non è di facile applicazione poiché le

⁶⁷ Harrigan, K. R. 1980. Strategies for declining businesses. Lexington, MA: Lexington Books.

⁶⁸ DeWitt, R. L. 1993. The structural consequences of downsizing. Organization Science.

⁶⁹ J.L. Morrow Jr, Richard A. Johnson, Lowell W. Busenitz The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment.

⁷⁰ Barney, J. B. 1986. Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. Management Science.

risorse aziendali potrebbero avere un valore limitato al di fuori dell'impresa⁷¹. I suddetti problemi possono essere aggravati se la domanda del settore è in calo, poiché è improbabile che le attività specifiche di un settore detenute da un'impresa siano ricercate da altre imprese all'interno o all'esterno del settore in quanto avranno pochissimo valore al di fuori dei confini aziendali. Va ricordato inoltre che, se tali asset sono altamente specifici per l'azienda di riferimento, la vendita può limitare la loro applicabilità ad altre imprese, riducendo così il numero di offerenti interessati a tali attività. La difficile rivendita di questi asset ad un prezzo conveniente diventa una vera e propria barriera all'uscita per le imprese in declino⁷². Molto spesso il valore di vendita è inferiore rispetto ai flussi di cassa attualizzati che tali attività possono generare se non vendute. Detto ciò è intuibile comprendere che la vendita di tali attività ridurrebbe maggiormente le performance aziendali⁷³. Tuttavia, le imprese che affrontano una situazione di declino delle performance aziendali molto spesso necessitano di liquidità immediata e, quindi, sarebbero disposte a cedere gli asset ad un prezzo inferiore rispetto al loro valore di mercato. Nonostante ciò, per i motivi suddetti, il ridimensionamento delle attività sia negativamente correlato al miglioramento delle prestazioni delle imprese operanti in settori in declino.

Ipotesi 3b: In un settore in declino, una politica di asset retrenchment ha degli effetti negativi sulle performance aziendali.

Di seguito verrà proposto un grafico di rappresentazione degli effetti delle misure di cost e asset retrenchment in funzione del tasso di crescita del settore di riferimento.

	COST RENTRENCHMENT	ASSET RENTRENCHMENT
Settore in crescita	EFFETTI NEGATIVI	EFFETTI POSITIVI
Settore maturo	EFFETTI POSITIVI	EFFETTI POSITIVI
Settore in declino	EFFETTI POSITIVI	EFFETTI NEGATIVI

Figura (8): Gli effetti del Cost e Asset retrenchment in funzione del tasso di crescita del settore.

3.3 Le azioni di recovery

A differenza delle azioni di ridimensionamento aziendale, le azioni di recovery consistono nel riposizionamento strategico dell'impresa nel mercato di riferimento. Le azioni di recovery, infatti hanno una vera e propria rilevanza strategica, in quanto ridefiniscono il modo di competere dell'impresa al fine di recuperare il vantaggio competitivo perso nel tempo e di migliorare le performance aziendali⁷⁴.

Quando il declino organizzativo è il risultato del disallineamento tra impresa e ambiente a causa di inerzia organizzativa e dell'utilizzo di processi e tecnologie d'uso ormai obsoleti, l'unica opportunità per recuperare il valore ormai perso e soddisfare o superare le aspettative degli investitori, è quella di reinventarsi, attraverso il riposizionamento strategico del prodotto/servizio sul mercato⁷⁵.

Secondo questa prospettiva, le imprese che non modificano il loro modo di competere nel settore in cui operano, falliranno.

Molto spesso, la spinta a rinnovare l'approccio strategico imprenditoriale, vede come origine il declino d'impresa. Infatti le imprese che affrontano un calo delle prestazioni, sono maggiormente motivate ad intraprendere azioni più rischiose ma allo stesso tempo più innovative⁷⁶. Ciò è spiegato da una maggior propensione al rischio da parte del management nel tentativo di recuperare le perdite realizzate. In altre parole la probabilità di fallimento di un'impresa potrebbe spingere il management a intraprendere azioni rischiose di rilevanza strategica al fine di recuperare il valore perso nel tempo. Ciò implica che i manager che stanno vivendo condizioni di declino organizzativo ricercheranno maggiormente il rischio rispetto a coloro che stanno vivendo condizioni di crescita organizzativa⁷⁷.

Secondo la teoria della Resources Based View (RBV), le imprese riescono ad ottenere un vantaggio competitivo nei confronti dei loro principali concorrenti, sfruttando le risorse e competenze a loro disposizione. Le risorse, per far sì che siano funzionali nel raggiungimento di un vantaggio competitivo, devono essere rare, difficilmente imitabili e non sostituibili. La creazione di valore avviene quando le imprese riescono a fornire soluzioni ad esigenze della clientela, meglio dei principali concorrenti, sfruttando

⁷⁴ Barker VL III, Duhaime IM. 1997. Strategic change in the turnaround process.

⁷⁵ Ndofor, Barker SOFTWARE FIRM TURNAROUNDS IN THE 1990S: AN ANALYSIS OF REVERSING DECLINE IN A GROWING, DYNAMIC INDUSTRY.

⁷⁶ W. Mckinley ,Organizational decline and innovation: Turnaround and downward spirals.

⁷⁷ W. Mckinley ,Organizational decline and innovation: Turnaround and downward spirals.

le risorse distintive in loro possesso⁷⁸. Così facendo le imprese riescono ad incrementare i profitti a lungo termine tenendo fede alle aspettative degli investitori.

Le imprese in declino, per raggiungere dei risultati positivi in termini di performance aziendali, dovrebbero creare valore, o ricombinando le risorse esistenti o accedendo a risorse provenienti dall'esterno (tramite acquisizioni o alleanze strategiche)⁷⁹.

3.3.1 Ricombinazione delle risorse esistenti

Le imprese in declino, per acquisire vantaggio competitivo nei confronti dei loro concorrenti, possono optare di ricombinare le risorse in loro possesso. Le ragioni per cui le imprese in crisi effettuano tale scelta possono essere varie. Innanzitutto il management potrebbe essere fortemente motivato nell'intraprendere iniziative strategiche, non limitandosi all'attuazione di provvedimenti operativi. Un'altra ragione consiste, invece, nella conoscenza dettagliata che il management ha delle risorse dell'impresa attraverso le quali, tramite un'accurata ricombinazione, è possibile la creazione di prodotti o servizi nuovi e innovativi in grado di soddisfare le esigenze della clientela⁸⁰. Le offerte di nuovi prodotti, in questo caso, contribuiscono sostanzialmente alla creazione del valore perché è probabile che l'utilizzo di risorse esistenti per nuove funzionalità è inatteso da parte degli investitori e quindi si potrebbe assistere ad un rialzo delle loro aspettative⁸¹. Inoltre le imprese che optano per l'utilizzo di risorse esistenti, al fine di rinnovare la propria offerta, evitano il sostenimento di costi di acquisizione di nuove risorse beneficiando dei relativi effetti positivi su gli utili.

3.3.2 Acquisizione di nuove risorse

Il tentativo di implementare una strategia di recovery ricombinando le risorse esistenti all'interno di un'impresa, molto spesso può non avere i risultati sperati. La dipendenza dalle risorse interne, infatti, limita l'intensità del cambiamento aziendale. Le risorse potrebbero non essere sufficienti per migliorare le prestazioni aziendali. Spesso infatti per implementare una strategia di turnaround di successo, è necessario aumentare la portata delle risorse, acquisendole dall'esterno. L'acquisizione di quantità significative di nuove risorse consente, alle imprese in declino, di modificare sostanzialmente le proprie capacità esistenti e sperimentarne delle nuove⁸².

Oltre a facilitare lo sviluppo di nuove capacità, le acquisizioni contribuiscono anche ad aumentare le economie di scala e di scopo delle imprese in declino, aumentando così il loro potere contrattuale con gli acquirenti e i fornitori.

⁷⁸ Sirmon DG, Hitt MA, Ireland RD. 2007. Managing firm resources in dynamic environments to create value: looking inside the black box.

⁷⁹ Morrow JLJR, Sirmon D, Hitt MA, Holcomb T. 2007. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery.

⁸⁰ Morrow JLJR, Sirmon D, Hitt MA, Holcomb T. 2007. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery.

⁸¹ Denrell J, Fang C, Winter SG. 2003. The economics of strategic opportunity.

⁸² Sirmon DG, Hitt MA, Ireland RD. 2007. Managing firm resources in dynamic environments to create value: looking inside the black box.

Inoltre, l'acquisizione di nuove risorse è una soluzione più rapida rispetto alla ricombinazione di quelle già esistenti e quindi, molto spesso, è da ritenersi necessaria, soprattutto in un contesto dinamico⁸³.

Tuttavia il processo di recupero di valore, tramite l'acquisizione di risorse dall'esterno, non è privo di rischi, in quanto può influire negativamente sulle prestazioni aziendali. I fattori di rischio sono:

- Un'inadeguata selezione delle risorse target a causa di un'errata valutazione durante il processo di acquisizione.
- La mancata possibilità di creare sinergie con le risorse esistenti (mancata integrazione).
- Eccessivi costi di acquisizione⁸⁴.

Questi fattori di rischio valgono particolarmente per le imprese che affrontano tensioni economico-finanziarie, in quanto hanno un tempo limitato per implementare le sinergie difficili da creare, soprattutto nel caso di imprese acquisite senza un'adeguata operazione di *due diligence*⁸⁵.

Tuttavia, quando le imprese effettuano una corretta valutazione delle risorse d'acquisire, sviluppando competenze distintive e difficili da imitare, influenzano positivamente le aspettative degli investitori, generando così ottimi risultati in termini di performance aziendali.

3.3.3 Alleanze strategiche

Un'ulteriore strada che l'impresa potrebbe seguire per arricchire il proprio portafoglio di risorse, consiste nelle alleanze strategiche. Quest'ultima soluzione consente l'impresa di accedere, ma non controllare, risorse aggiuntive possedute dal partner, al fine di migliorare le prestazioni aziendali⁸⁶.

Le imprese che si impegnano nelle alleanze strategiche beneficiano di diversi vantaggi:

- minimizzazione dei costi di transazione;
- condivisione degli investimenti;
- rapidità dell'accesso alle nuove risorse;
- Aumento dell'apprendimento organizzativo, grazie allo sfruttamento delle conoscenze del partner⁸⁷.

Il ricorso ad alleanze strategiche, inoltre, consente alle imprese in declino di poter sfruttare al meglio le risorse esistenti.

Tuttavia, la realizzazione di alleanze strategiche di successo non è di facile implementazione. Quando l'obiettivo di un'alleanza è quello di aiutare un'azienda in declino a superare le aspettative di mercato e a

⁸³ Morrow JLJR, Sirmon D, Hitt MA, Holcomb T. 2007. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery.

⁸⁴ Hitt MA, Harrison JS, Ireland RD. 2001. Mergers and Acquisitions: Creating Value for Stakeholders.

⁸⁵ Hitt MA, Harrison JS, Ireland RD. 2001. Mergers and Acquisitions: Creating Value for Stakeholders

⁸⁶ Morrow JLJR, Sirmon D, Hitt MA, Holcomb T. 2007. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery.

⁸⁷ Lane PJ, Lubatkin MH. 1998. Relative absorptive capacity and interorganizational learning.

creare valore, la combinazione di risorse dei partner deve essere difficile da imitare dai principali concorrenti, al fine di guadagnare un vantaggio competitivo⁸⁸.

3.4 La corporate Governance nel processo di Turn Around

Per comprendere al meglio il funzionamento di una strategia di turnaround aziendale è necessario introdurre il ruolo della governance d'impresa. Durante l'implementazione di una strategia di turnaround, la corporate governance deve affrontare numerose sfide. La più rilevante è quella della gestione della leadership. Uno degli obiettivi di questo trattato, però, è quello di soffermarsi sull'eventuale sostituzione dei membri del TMT (top management team) ed in particolare del Ceo (Chief Executive Officer). L'importanza di questa figura può essere riconosciuta considerando la sua influenza non solo sui valori e gli obiettivi aziendali, ma anche sulle relazioni con le imprese rivali e sulla valenza strategica delle operazioni messe in atto⁸⁹. È intuibile quindi comprendere che la sostituzione del CEO può rappresentare senz'altro un segnale di volontà da parte del board di un'impresa di voler modificare lo "status quo". Il tema della leadership d'impresa assume, quindi, un ruolo chiave soprattutto durante l'implementazione di una strategia di turnaround. Le imprese in declino in procinto di attuare un piano di risanamento aziendale sono solite ritrovarsi dinanzi ad una scelta: sostituire il CEO, oppure attenersi al CEO attuale.

Tuttavia ci chiediamo: "Perché i cambiamenti del CEO avvengono durante il processo di turnaround?"

È necessario specificare che non esistono filoni di pensiero univoci sull'utilità della sostituzione dei membri del TMT (top management team) ed in particolare del CEO, durante l'implementazione di una strategia di turnaround. Numerosi ricercatori sostengono che la sostituzione del CEO e dei membri del TMT abbia degli effetti positivi sulle performance aziendali di un'impresa in via di risanamento.

Il calo delle performance aziendali, molto spesso, è il risultato di cambiamenti ambientali sfavorevoli combinati con un'inefficienza organizzativa e strategie competitive inadeguate⁹⁰. Quando ciò avviene, i dirigenti ed in particolare il CEO vengono ritenuti colpevoli. La ragione di tale colpevolezza la si può ritrovare in diversi fattori:

- incapacità di individuazione tempestiva dei segnali d'allarme di crisi;
- inerzia in risposta al declino;
- incapacità di andare al passo con le esigenze e i cambiamenti di mercato;
- controllo finanziario inefficiente⁹¹.

Finkelstein sostiene, invece, che le flessioni aziendali possono spesso essere ricondotte a una serie di distinti fallimenti della leadership. Questi includono:

- una mentalità strategia distorta del CEO che impiega tutti i suoi sforzi in linee d'azioni discutibili e tutt'altro che efficienti;

⁸⁸ Morrow JLJR, Sirmon D, Hitt MA, Holcomb T. 2007. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery.

⁸⁹ O'Kane, Cunningham Turnaround leadership core tensions during the company turnaround process.

⁹⁰ O'Kane, Cunningham Turnaround leadership core tensions during the company turnaround process.

⁹¹ Kane & Cunningham, *Leadership changes and approaches during company turnaround*, 2014.

- meccanismi decisionali protettivi del leader, ovvero quando il CEO mostra essere inerte nei confronti della necessità di cambiamento dello status quo;
- un'inefficiente gestione dei canali di comunicazione aziendale che può privare i dipendenti dell'azienda di informazioni cruciali;
- Abitudini e caratteristiche personali controproducenti⁹².

È intuibile che, quindi, molto spesso, sostituire i membri del top management è propedeutico ad un'implementazione di successo di una strategia di turnaround. Tra i vantaggi più importanti associati ai cambiamenti di leadership, in situazioni di risanamento d'impresa va ricordato:

- maggior propensione al cambiamento da parte del nuovo leader nell'attuazione delle strategie aziendali. I cambiamenti di leadership infatti possono facilitare l'adattamento dell'impresa alle esigenze provenienti dall'ambiente esterno, e l'abbandono di strategie e processi ormai obsoleti⁹³;
- capacità del nuovo leader di fornire nuove competenze, know how e prospettive aziendali⁹⁴;
- maggior credibilità del processo di risanamento d'impresa.

È possibile dedurre, quindi, che i cambiamenti di leadership sono necessari per avviare una strategia di turnaround.

Tali conclusioni, però non sono unanimi in letteratura. Diversi autori sostengono, infatti che i cambiamenti di leadership ed in particolare del CEO, possano creare confusione e smarrimento e in aggiunta il nuovo CEO potrebbe non avere le conoscenze giuste riguardo i fattori critici di successo dell'impresa, della cultura organizzativa, delle persone e delle tecnologie in uso per poter implementare una strategia di risanamento d'impresa efficiente⁹⁵. Inoltre, è importante riconoscere che i cambiamenti di leadership possono anche derivare da situazioni in cui i leader sono stati ingiustamente incolpati o utilizzati come capro espiatorio oppure sono stati vittima di una diagnosi errata o sono stati sacrificati per adempiere agli obblighi di gli azionisti⁹⁶.

Un'altra questione rilevante attinente alla dimensione di governance nel processo di turnaround è lo stile di leadership.

Per "stile di leadership" si intendono i vari comportamenti e processi decisionali dei leader durante l'implementazione di una strategia di turnaround.

Le situazioni di crisi e la necessità di cambiamenti su larga scala comportano comprensibilmente inquietudini e paure nella forza lavoro di un'organizzazione⁹⁷. A differenza delle situazioni di prosperità aziendale, le situazioni di crisi sono caratterizzate da significative pressioni temporali, scarsità di risorse e minacce imminenti alla sopravvivenza. Questo rappresenta una sfida significativa per i leader che sono

⁹² Finkelstein, S. 2003. *Why Smart Executives Fail*.

⁹³ Barr, P.; J.L. Stimpert; and A.S. Huff. 1992. "Cognitive Change, Strategic Action and Organisational Renewal."

⁹⁴ Boeker, W. 1992. "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top."

⁹⁵ Kane & Cunningham, *Leadership changes and approaches during company turnaround*, 2014.

⁹⁶ Khurana, R. 2002. *Searching for a Corporate Saviour: The Irrational Quest for Charismatic CEO's*.

⁹⁷ Huy, *Emotional balancing of organizational continuity and radical change: the role of middle management*.

incaricati di gestire nel modo più efficiente una strategia di recupero del valore aziendale⁹⁸. Il management è chiamato quindi a governare un cambiamento reso necessario dalla situazione di declino e per farlo può attuare uno stile di leadership hard o soft. Alcuni ricercatori, come Bibeault, sostengono che l'assertività di un leader è positivamente correlata con la probabilità di successo di una strategia di turnaround.

In accordo con questa teoria quando i leader mostrano essere più autoritari e decisivi, centralizzando nelle loro mani il comando, le imprese in situazioni di declino hanno una maggior probabilità di rimanere in vita, grazie ad una più chiara supervisione di tutti i processi da parte del management. Uno stile di leadership autocratico può, così migliorare la realizzazione delle attività, massimizzare l'efficienza nell'utilizzo delle risorse, infondere fiducia tra le persone all'interno dell'organizzazione (assicurando che la società non è priva di direzione) ed infine garantire un maggior controllo sulla liquidità, spese in conto capitale ed inventario⁹⁹.

Si assiste ad uno stile di leadership soft, invece, quando il leader mostra essere più aperto e cooperativo nei confronti delle persone operanti all'interno dell'organizzazione. A differenza dello stile di leadership autocratico, si assiste ad una decentralizzazione del potere. I dipendenti, ai vari livelli organizzativi, hanno maggiori responsabilità ed autonomia decisionale durante lo svolgimento delle loro mansioni. Studi hanno dimostrato che un maggior livello di decentralizzazione del potere, accompagnato da uno stile di leadership più aperto e cooperativo, può ridurre l'ansia e la resistenza e può aumentare il livello di impegno durante il processo di recupero¹⁰⁰.

Petran, durante i suoi studi, ha individuato otto caratteristiche che un dirigente deve avere per implementare una strategia di turnaround di successo:

1. agire in modo tale da rafforzare la fiducia dei dipendenti in loro stessi;
2. seguire i valori cruciali della cultura organizzativa;
3. comprendere le diverse esigenze, i punti di forza e le ambizioni degli individui;
4. bilanciare le decisioni rispetto ad una serie di standard morali ed etici più elevati;
5. comprendere l'effetto domino del cambiamento all'interno dell'organizzazione;
6. prendere decisioni pragmatiche;
7. (dis)impegnarsi con le proprie emozioni;
8. gestire le proprie emozioni e quelle degli altri¹⁰¹.

Dunque, la questione riguardante lo stile di leadership da adottare durante l'attuazione di misure di risanamento, implica la conoscenza di quanto, e fino a che punto, essere assertivi. Un'eccessiva assertività può portare a risultati economici ottimali nel breve termine, ma mettere a repentaglio le relazioni tra le

⁹⁸ Abebe, Angriawan, Liu, CEO Power and Organizational Turnaround in Declining Firms: Does Environment Play a Role?

⁹⁹ O'Kane, Cunningham Turnaround leadership core tensions during the company turnaround process.

¹⁰⁰ O'Kane, Cunningham Turnaround leadership core tensions during the company turnaround process.

¹⁰¹ Petran (2008), An exploration study of executive transformational leadership, wisdom and emotional intelligence in management process turnarounds situations.

persone all'interno dell'organizzazione mentre, una direzione eccessivamente cooperativa nei confronti dei dipendenti, può generare benefici sociali a scapito del raggiungimento degli obiettivi.

3.5 La blue ocean strategy

La strategia dell'oceano blu è un modello sistematico che può essere seguito da qualsiasi impresa, per accrescere il proprio valore. Nasce da un libro pubblicato nel 2005 e scritto da W. Chan Kim e Renée Mauborgne, professori all'INSEAD e co-direttori dell'Istituto INSEAD Blue Ocean Strategy. Trattasi di un modello che può essere utilizzato dalle imprese in declino, come tentativo di recuperare il valore perso nel tempo e ottimizzare, quindi, le proprie performance, soprattutto quando la causa del declino consiste nell'eccessiva pressione concorrenziale. Per comprendere al meglio le caratteristiche principali della strategia dell'oceano blu, è necessario partire da un presupposto: i mercati in cui operano le imprese di qualsiasi tipo sono metaforicamente visti come due oceani paralleli di colore diverso, uno rosso ed uno blu, a seconda del modo in cui si decide di operare sul mercato stesso¹⁰².

Gli oceani rossi rappresentano tutti i mercati oggi esistenti. Negli oceani rossi, infatti, vengono definiti e accettati i confini del settore e le modalità concorrenziali. Le imprese che operano in tali settori cercando sempre di ottimizzare le loro performance guadagnando una porzione sempre più ampia di mercato a scapito dei loro rivali. Tanto la concorrenza aumenta, tanto i profitti e le prospettive di crescita diminuiscono.

Gli oceani blu, invece, rappresentano tutti quei mercati che tutt'oggi non esistono: non si conoscono i confini del settore e la pressione concorrenziale è nulla. Negli oceani blu, infatti la domanda viene creata piuttosto che combattuta. Le imprese che operano negli oceani blu, infatti, godono di un'ampia opportunità di crescita. Esistono due modi per creare un oceano blu. Il primo consiste nella creazione di nuovi settori da parte delle imprese, come nel caso di Ebay ed il settore delle aste online.

Il secondo modo consiste, invece, nella creazione di un oceano blu all'interno dell'oceano rosso. Ciò avviene quando un'impresa altera i confini del settore in cui opera¹⁰³.

Ma in cosa consiste, nello specifico, la strategia dell'oceano blu?

La strategia dell'oceano blu si fonda sull'assunto che il vantaggio competitivo si crea identificando e dando vita ad una nuova domanda di mercato (oceano blu) e soddisfacendola attraverso una nuova curva di valore, rispetto a quella con cui operano i concorrenti dei business esistenti e consolidati (oceani rossi).

L'obiettivo principale di questo modello, quindi, consiste nel rivolgere la propria attenzione verso business/segmenti di mercato sconosciuti ed inesplorati, dove non si conoscono le cosiddette "regole del gioco" e non vi è alcuna pressione concorrenziale¹⁰⁴.

La creazione di una nuova curva di valore in spazi di mercato incontestati è la risultante di una serie di attività implementate dall'azienda in declino con l'obiettivo convergente del contenimento dei costi da un

¹⁰² W. Chan Kim, Renée Mauborgne, Blue Ocean Strategy.

¹⁰³ W. Chan Kim, Renée Mauborgne, Blue Ocean Strategy.

¹⁰⁴ L.Sicca, Strategie competitive. Concetti e strumenti di analisi.

lato, e dell'aumento del valore per gli acquirenti dall'altro. Questo obiettivo può essere raggiunto facendo leva su quattro azioni fondamentali:

- riduzione dei fattori competitivi che possono essere offerti al di sotto degli standard di mercato;
- eliminazione dei fattori competitivi ormai considerati scontati ma che non generano valore per il cliente;
- aumento dei fattori competitivi che possono essere offerti al di sopra degli standard di mercato;
- creazione di nuovi fattori competitivi, sconosciuti ed inesplorati nel settore, che però possono generare valore per i clienti.

Le imprese in declino che operano in settori caratterizzati da un'elevata pressione concorrenziale, secondo la strategia dell'oceano blu, non dovrebbero far leva su fattori critici di successo consolidati nel settore, bensì cercare di creare una nuova curva di valore.

Una delle imprese che ha intrapreso con un successo una strategia di oceano blu è Ciqueue du Soleil. Fondata nel 1984 da un gruppo di artisti di strada, il Cirque du Soleil ha messo in scena dozzine di professionisti visti da circa 40 milioni di persone su 90 città in tutto il mondo. Purtroppo il rapido successo del Cirque du Soleil non durò a lungo a causa del declino del business circense. Forme alternative di intrattenimento (eventi sportivi, Tv e videogiochi) iniziarono ad attirare molta attenzione tra la clientela. Inoltre, si stava diffondendo sempre di più un sentimento crescente contro l'uso degli animali, tradizionalmente parte integrante del circo.

Tuttavia, Cirque du Soleil, partendo dalla crisi del circo tradizionale e attuando la strategia dell'oceano blu, ha reinventato la forma di intrattenimento circense, identificando così uno nuovo spazio di domanda, fatto di nuovi clienti e di nuove esigenze e rendendo la concorrenza irrilevante. In che modo?

Cirque du Soleil, ispirandosi al teatro, ha creato nuovi fattori di attrazione come gli spettacoli a tema, l'ambiente raffinato, le danze artistiche e le musiche. Ha aumentato nei propri spettacoli il divertimento, l'umorismo, la suspense ed il pericolo.

Inoltre ha ridotto i tendoni ad uno solo e ha eliminato l'uso degli animali in quanto non contribuiva più a creare valore per la clientela.

Cirque du Soleil, così, reinventò il circo. Non si rivolse più alla clientela del circo tradizionale, bensì a quella più raffinata, amante dell'atmosfera artistica e teatrale disposta a pagare anche un sovrapprezzo per un'offerta ad alto contenuto di esperienza¹⁰⁵.

Implementando la strategia dell'oceano blu, Cirque du Soleil, tirandosi fuori dalla crisi del circo tradizionale, vide aumentare rapidamente i propri ricavi e riacquisire una posizione rilevante nei paesi in cui operava.

3.6 I risultati del processo di Turnaround e il ritorno alla creazione del valore

L'ultimo componente del modello delle strategie di turnaround consiste nell'analisi delle performance, ovvero del risultato delle misure di risanamento aziendali.

¹⁰⁵ W. Chan Kim, Renée Mauborgne, Blue Ocean Strategy.

In particolare, è importante focalizzarsi sul definire quando una strategia di turnaround viene implementata con successo o meno. Vi è un consenso generale sul fatto che per costituire una ripresa di successo, le misure di performance dovrebbero essere almeno positive o superiori al tasso di rendimento privo di rischio¹⁰⁶.

Robbins e Pearce (1992) sostennero invece che gli indici da tener conto per valutare il successo di una strategia di turnaround sono il ROI (Return of investment) e il ROS (Return of Sales).

Secondo i loro studi, una strategia di Turnaround è ritenuta di successo se per almeno due anni dall'implementazione delle misure di risanamento si rileva un andamento crescente del ROI e del ROS, in particolare se:

- Il ROI e il ROS raggiungono un valore superiore alla media del settore.
- Il ROI e il ROS raggiungono un valore almeno pari a quello sussistente prima del sovvenire della crisi¹⁰⁷.

Infine, Panicker (2004) ha identificato cinque caratteristiche di una strategia di turnaround di successo:

- cambiamento della cultura aziendale, nel caso in cui l'impresa si sia dimostrata aperta e reattiva alla trasformazione del mercato e dell'ambiente competitivo;
- miglioramento dei flussi di cassa, per ripristinare le condizioni di equilibrio;
- implementazione del piano strategico in grado di dimostrare che il top management ha obiettivi definiti e condivisi;
- rafforzamento del rapporto con i dipendenti, i quali credono nella mission aziendale e nel processo di turnaround intrapreso;
- focus sui clienti e mercato, grazie a un'offerta mirata, che tiene conto e si adatta alle aspettative dei clienti¹⁰⁸.

3.7 Le strategie di TurnAround nell'Asia Orientale. Differenze con l'Occidente.

Dopo aver analizzato teoricamente le caratteristiche delle strategie di TurnAround nei diversi aspetti, in questo paragrafo verranno approfondite le caratteristiche del risanamento d'Impresa nel Sud-Est asiatico, ed in seguito verranno definite le differenze con l'Occidente. La maggior parte della ricerca riguardo le misure di risanamento aziendale è stata svolta da una prospettiva occidentale, ragion per cui, ritengo utile soffermarsi sull'analisi delle strategie di TurnAround nel mondo orientale e su come la diversa cultura influisce sulle attività di recupero del valore (retrenchment, recovery, cambio di leadership). Non sempre quindi, le misure di turnaround aziendali dimostratesi di successo nel mondo occidentale avranno lo stesso risultato nel mondo orientale. Imporre, quindi, alle imprese dell'Asia orientale, gli standard occidentali delle misure di risanamento aziendale, potrebbe non portare i risultati sperati o, nel peggiore dei casi provocare un ulteriore calo delle performance.

¹⁰⁶ Barker.V, Duhaime. I.M. Strategic change in turnaround process: Theory and empirical evidence.

¹⁰⁷ Robbins. D.K, Pearce, J.A Turnaround: Retrenchment and recovery.

¹⁰⁸ Peruffo.E Le strategie di Turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo.

Gli aspetti culturali che differenziano l'Asia orientale dall'occidente ed hanno un impatto sull'implementazione delle strategie di Turnaround, sono:

- un framework organizzativo basato su una struttura di carattere familiare. I membri della famiglia ricoprono posizioni del top management, in modo da poter supervisionare efficientemente i vari business in cui l'impresa opera, e controllare i flussi di informazione che scorrono all'interno dell'organizzazione. La centralità del ruolo della famiglia nella gestione del business permane anche con la crescita dell'azienda. Infatti mentre in Occidente, l'influenza della famiglia nella gestione del business diminuisce al crescere dell'impresa, in Oriente ciò non accade. Le ditte orientali, indipendentemente dal fatto di esser quotate o meno nel mercato azionario tendono a funzionare sempre come imprese familiari¹⁰⁹.
- uno stile di leadership autoritario, in quanto, le imprese orientali sono caratterizzate da una centralizzazione del potere in mano ad un individuo, che spesso corrisponde al padre di famiglia o al più anziano. Il capo di famiglia, quindi, detiene un potere sia economico, all'interno dell'impresa, che sociale, all'interno della famiglia. I familiari stretti, usualmente, invece ricoprono le posizioni del top management. È intuibile comprendere che lo stile di leadership è autoritario, data l'indiscussa esperienza del capo di famiglia¹¹⁰.
- le relazioni con gli stakeholder (Guanxi), ritenute importantissime nella gestione del business delle imprese orientali. Secondo la cultura orientale, gli uomini d'affari dovrebbero impiegare gran parte dei loro sforzi nello sviluppare e mantenere tali relazioni, tramite un continuo scambio di favori, poiché è proprio da quest'ultime che possono nascere benefici per entrambi le parti¹¹¹.
- la reputazione, un altro elemento fondamentale nella cultura orientale. Nella società asiatica, è proprio "la paura di metterci la faccia" che previene gli individui dal compiere azioni illegali o dall'assumere comportamenti immorali. Ne consegue che la reputazione in Asia è come la corteccia di un albero: senza la corteccia l'albero muore. La reputazione di un individuo viene stabilita e mantenuta nel tempo, tramite un'ottima gestione delle interazioni sociali¹¹².

Tali differenze culturali, si riflettono anche sulle modalità di implementazione di una strategia di turnaround. Nello specifico sono state individuate cinque aree di incompatibilità tra le due culture:

- riconoscimento del declino;
- Retrenchment;
- Recovery;
- sostituzione del Ceo;
- velocità del processo di turnaround.

3.7.1 Riconoscimento del declino

¹⁰⁹ G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan; Turnaround Success of Large and Midsize Chinese Owned Firms: Evidence from Hong Kong and Thailand.

¹¹⁰ Kao, J. The world wide web of Chinese business.

¹¹¹ Standifird, S.S, Marshal, R.S. The transaction cost average of Guanxi based business practise.

¹¹² Young, Y.M, Tung, R.L. Achieving Business success in Confucian society. The importance of guanxi.

Il primo passo dell'implementazione di una strategia di risanamento aziendale nel modello occidentale è il riconoscimento del declino.

Tuttavia, tale riconoscimento può avvenire con un ritmo molto più lento nell'Asia Orientale a causa dell'influenza della struttura proprietaria sulle modalità decisionali di un'impresa.

Nelle imprese asiatiche, anche quelle quotate in borse, si assiste alla presenza di un potere fortemente centralizzato nelle mani della famiglia fondatrice. La funzione di monitoraggio del consiglio di amministrazione sull'operato esecutivo non ha la stessa rilevanza dell'Occidente perché i membri del board di un'impresa dell'asia orientale coincidono molto spesso con i membri familiari. Inoltre, la pressione proveniente dai mercati azionari è notevolmente inferiore rispetto all'Occidente a causa non solo del forte potere della struttura familiare ma anche a causa di una debole regolamentazione sul governo societario che consente al vertice d'impresa di governare con minori input provenienti dall'esterno.

Le scarse pressioni provenienti sia dall'interno che dall'esterno dell'impresa, rendono, di certo, difficile il riconoscimento da parte del CEO del declino organizzativo¹¹³.

Questa tendenza è ulteriormente amplificata dalla questione della reputazione.

Infatti, piuttosto che ammettere che esiste un problema, gli imprenditori continuano ad agire come se nulla avesse alterato la gestione ordinaria del business. Pertanto si presume che il CEO non riconoscerà lo stato di difficoltà aziendale fino a quando l'impresa non va incontro ad una situazione di default.

Anche le banche assumono un ruolo predominante nel processo di riconoscimento del declino nelle imprese dell'Asia orientale. A causa della poca trasparenza dei mercati obbligazionari orientali, le informazioni relative alle condizioni del rimborso del debito e pagamento degli interessi possono essere non chiare ed incomplete. Ne consegue che il riconoscimento del declino, molto spesso, sussiste solo all'avvenuta impossibilità del pagamento del debito¹¹⁴.

3.7.2 Retrenchment

In occidente, in genere, il primo passo per un'implementazione efficiente di una strategia di TurnAround è il ridimensionamento o la riduzione delle spese per poi, in seguito riposizionarsi sul mercato di riferimento. Tuttavia in Asia Orientale, mentre il ridimensionamento tramite cessione degli asset aziendali tende ad avere le stesse implicazioni dell'occidente, la riduzione dei costi non è di facile applicazione.

La possibilità di ridurre i costi in ambiente asiatico è alquanto limitata poiché le imprese operano ad alta intensità lavorativa e sono situate, molto spesso, in paesi dove il costo del lavoro è minimo. In generale, quindi, per queste organizzazioni, un'ulteriore riduzione dei costi è difficile da attuare.

Le ricerche di Garry D. Bruton, David Ahlstrom e Johnny C. Wan (2003) hanno dimostrato che la minimizzazione dei costi tramite la riduzione dei crediti delle imprese asiatiche non è facile applicazione. In generale, l'impresa mette in atto una politica di riduzione dei crediti al fine di richiedere meno

¹¹³ G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan; Turnaround Success of Large and Midsize Chinese Owned Firms: Evidence from Hong Kong and Thailand.

¹¹⁴ G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan TURNAROUND IN EAST ASIAN FIRMS: EVIDENCE FROM ETHNIC OVERSEAS CHINESE COMMUNITIES.

finanziamenti, e conseguentemente di ridurre i costi relativi al pagamento degli interessi. Tuttavia, gli imprenditori mostrano essere molto riluttanti nel richiedere il pagamento dei conti, tempestivamente, ad altre ditte poiché potrebbero danneggiare tali relazioni¹¹⁵.

È da ricordare, infatti, che il mantenimento delle relazioni con i principali stakeholder, è ritenuto di fondamentale importanza nella cultura asiatica. Infatti, perdere tali relazioni significherebbe perdere eventuali benefici che ne è possibile trarre.

3.7.3 Recovery

Data la difficoltà di ridimensionarsi da parte delle imprese asiatiche, la soluzione da prendere in considerazione quando si va incontro ad una situazione di crisi, potrebbe essere quella di investire maggiormente sulle attività di marketing e di vendita dei prodotti offerti dall'impresa, oppure diversificarsi.

Investire su attività di marketing e di vendita al fine di aumentare i profitti dell'impresa non è di facile applicazione per due principali motivi. In primis, la capacità finanziaria di un'impresa in declino potrebbe limitare le possibilità di investimento delle imprese.

Inoltre, la maggior parte delle aziende dell'Asia orientale non commercializza comuni prodotti di marchio, bensì OEM (original equipment manufacturing) e ODM (design manufacturing). Tali prodotti vengono venduti a terze aziende le quali li commercializzano con il loro marchio. Essendo aziende che operano b2b (business to business), la loro possibilità di aumentare le vendite, incrementando le spese nelle attività di marketing, è abbastanza limitata. Lo sviluppo di tali prodotti richiede molto tempo e sforzi da parte del management¹¹⁶.

Un'alternativa, quindi, potrebbe essere diversificare. Molte imprese dell'Asia orientale però hanno perseguito una diversificazione nei settori nei quali non avevano la necessaria esperienza. In parte, tale diversificazione può essere spiegata dalla rapida crescita economica che la regione ha vissuto dalla metà degli anni 80 e rapido perché l'imprenditore potrebbe non riconoscere i segnali di pericolo o non essere pronto o in grado di intraprendere le necessarie azioni correttive una volta iniziato il declino. Un controllo da parte di finanziatori ed investitori esterni, al fine di esaminare nel dettaglio le operazioni di diversificazione non correlata, eseguite dalle imprese orientali per recuperare il valore perso nel tempo, sarebbe necessario per non sfociare rapidamente in una situazione di crisi¹¹⁷.

3.7.4 Sostituzione del CEO

In occidente si presume comunemente che la sostituzione del CEO sia necessaria al fine di implementare una strategia di turnaround di successo.

In Asia orientale la situazione è ben diversa. Le società quotate in borsa nell'Asia orientale sono caratterizzate, molto spesso dalla presenza di un CEO che tipicamente mantiene alti livelli di proprietà delle

¹¹⁵ G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan; Turnaround Success of Large and Midsize Chinese Owned Firms: Evidence from Hong Kong and Thailand.

¹¹⁶ G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan TURNAROUND IN EAST ASIAN FIRMS: EVIDENCE FROM ETHNIC OVERSEAS CHINESE COMMUNITIES.

¹¹⁷ Backman, M. (1995). Overseas Chinese Business Networks in Asia.

azioni, spesso oltre il 50%. Il risultato è che il CEO, molto spesso coincidente con la figura del “padre di famiglia”, è in genere il centro dell'organizzazione aziendale e il processo decisionale è in gran parte concentrato su di lui. In Occidente, un proprietario-manager può svolgere un ruolo simile nelle aziende di proprietà familiare; tuttavia, nelle imprese dell'Asia orientali questo ruolo è abbastanza comune anche per le organizzazioni di grandi dimensioni. È possibile intuire, quindi, che vengono poste delle limitazioni alla sostituzione del CEO¹¹⁸.

Inoltre, dato che i membri familiari, molto spesso, sono membri del top management team, dominano il consiglio d'amministrazione e ciò conferisce un maggiore potere al CEO. Anche i dipendenti potrebbero supportare attivamente il CEO e ostacolare la sostituzione. Se il CEO viene rimosso, l'impatto potrebbe essere negativo, dal momento che i legami con quest'ultimo sono generalmente molto preziosi e difficili da sostituire¹¹⁹.

È comprensibile, quindi, che la sostituzione del CEO nelle imprese orientali è da considerarsi un evento raro. Diversi studi hanno dimostrato, infatti, che il CEO viene sostituito solo quando il livello di debito dell'impresa esaurisce la totalità delle risorse aziendali.

3.7.5 Velocità del processo di turnaround

In Occidente, più velocemente inizia lo sforzo di inversione, maggiori sono le probabilità di successo¹²⁰. È da affermare che lo stesso vale in Asia. Tuttavia, numerosi fattori generalmente rallentano la risposta delle imprese. Spesso le imprese dell'Asia orientale iniziano a studiare il problema e a prendere in considerazione cambiamenti importanti quando le forze esterne li costringono, ad esempio quando non è possibile soddisfare i pagamenti di interessi o persino i salari. In questa fase, tuttavia, possono trascorrere ancora un anno o più prima che vengano intraprese azioni concrete per affrontare delle misure di turnaround. Una volta che il problema raggiunge l'attenzione delle banche, quest'ultime richiederanno alla società di seguire i consigli di consulenti esterni. Questi consulenti sono quasi sempre esperti di turnaround all'interno delle grandi società di contabilità multinazionale. I consulenti inizialmente raccolgono dati contabili e finanziari affidabili per l'azienda. Dopo di che iniziano un processo di formazione dell'amministratore delegato e del gruppo dirigente. Tuttavia, è possibile che l'amministratore delegato non sarà motivato ad attuare le modifiche necessarie fino a quando l'impresa non raggiungerà una tensione economico-finanziaria tale che l'attuazione di misure di turnaround aziendale siano indispensabili per il proseguimento dell'attività d'impresa. La chiave per investitori e finanziatori esterni è trovare modi per incrementare l'urgenza del cambiamento, in modo che l'impresa non raggiunga uno stato di grave declino.

3.7.6 Conclusioni

È possibile concludere che modelli di gestione delle strategie di turnaround dimostratesi di successo nel mondo occidentale, possono non avere il medesimo esito, se applicati alle imprese dell'Asia orientale.

¹¹⁸ Chen MJ. 2001. *Inside Chinese Business: A Guide for Managers Worldwide*. Harvard Business School Press: Boston, MA.

¹¹⁹ Chen MJ. 2001. *Inside Chinese Business: A Guide for Managers Worldwide*. Harvard Business School Press: Boston, MA.

¹²⁰ Bibeault DG. 1982. *Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers into Winners*.

Le caratteristiche culturali dell'Asia orientale influenzano il modo in cui le misure di risanamento aziendale vengono attuate.

La capacità di massimizzare l'efficienza aziendale è limitata, poiché il supporto degli stakeholders durante la fase di turnaround dipende strettamente dal guanxi ossia, dall'importanza che gli imprenditori asiatici danno alle relazioni sul lungo termine e sulla percezione delle parti interessate rispetto alle azioni pianificate dall'impresa.

Anche lo stile di gestione autoritario e centralizzato, caratterizzante la gran parte delle imprese asiatiche, potrebbe influenzare di gran lunga i processi decisionali durante il tentativo di recuperare il valore perso da parte dell'impresa.

Inoltre, mentre le imprese occidentali, durante il processo di turnaround aziendale, tendono ad avere un approccio *short-term oriented*, con un particolare interesse nel recupero della liquidità aziendale, le imprese dell'asia orientale, essendo caratterizzate da un alto grado di indipendenza dal mercato dei capitali, hanno un approccio *long-term oriented*, secondo il quale preferiscono strutturare il processo di recupero del valore basandosi principalmente sulla detenzione delle competenze distintive e sul rafforzamento dei legami tra i dipendenti¹²¹.

4. Analisi della crisi aziendale e proposte strategiche per il ritorno alla creazione del valore. Tre casi a confronto

4.1 Caso Gold Angels

La tradizione orafa della famiglia Giannini risale a tre generazioni fa, quando Amedeo Giannini inizia la propria attività in un piccolo laboratorio artigiano in via S. Biagio dei Librai, nel centro storico di Napoli. Nel 1953 il figlio Roberto apre un punto di vendita al dettaglio e di distribuzione all'ingrosso nel cuore del quartiere partenopeo Vomero.

Nel 1992 nasce nel Borgo Orefici la Gold Angels, piccolo laboratorio di produzione, con l'intento di capitalizzare l'esperienza e la tradizione orafa tramandata di generazione in generazione.

L'8 dicembre 2003, data in cui la famiglia Giannini festeggia il 50 anniversario di attività nel settore orafa napoletano ed italiano, rappresenta un momento di svolta nella storia dell'azienda e, quindi, della famiglia: nasce una nuova e strutturata visione aziendale che si apre a scenari futuri e ad obiettivi sempre più ambiziosi, fino ad arrivare ai giorni nostri in cui il Gruppo Gold Angels rappresenta una delle realtà più attive e prestigiose del panorama italiano. Con le sue 4 società e le varie diversificazioni di business, il gruppo ha oggi acquisito una delle personalità aziendali più interessanti del mercato dei preziosi.

Nello specifico le attività del Gruppo sono:

- attività di distribuzione; con la commercializzazione all'ingrosso di oreficeria e prodotti preziosi in cui si posiziona tra le maggiori realtà europee;

¹²¹ G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan TURNAROUND IN EAST ASIAN FIRMS: EVIDENCE FROM ETHNIC OVERSEAS CHINESE COMMUNITIES

- attività di produzione; con tre stabilimenti, differenziati per tipologia produttiva e dislocati sul territorio nazionale, il gruppo ha una capacità produttiva di circa 700.000 prodotti l'anno;
- attività di sviluppo e ricerca; un team internazionale tra esperti di design e di comunicazione è il cuore pulsante del gruppo che riesce così a soddisfare tutte le tendenze e le richieste dei vari mercati.

Le attività effettuate dalla Gold Angels sono quelle di progettazione e produzione di gioielli con distribuzione a numerosi rivenditori al dettaglio (gioiellerie) presenti sul mercato nazionale.

Di seguito si riportano lo Stato Patrimoniale, il Conto Economico e le conseguenti analisi per indici relativi al triennio 2016/2017/2018.

Tabella 1 – Stato Patrimoniale Gold Angels.

STATO PATRIMONIALE	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
ATTIVO			
A)Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti			
B)Immobilizzazioni			
I- Immobilizzazioni immateriali	55.377	47.956	47.956
II - Immobilizzazioni materiali	529.346	508.613	506.066
III- Immobilizzazioni finanziarie	663.396	653.110	642.645
Totale immobilizzazioni (B)	1.248.119	1.209.679	1.196.667
C)Totale attivo circolante			
I- Rimanenze	1.282.477	780.836	794.830
Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita			
II- Crediti			
Esigibili entro l'esercizio successivo	1.447.539	2.217.560	1.941.002
Esigibili oltre l'esercizio successivo	1.162	1.162	1.162
Imposte anticipate			
Totali crediti	1.448.701	2.218.722	1.942.164
III- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	0	0	0
IV- Disponibilità liquide	4.262	3.290	1.475
Totale attivo circolante (C)	2.735.440	3.002.848	2.738.469
D)Ratei e risconti	4.657	3.494	3.711
Totale attivo	3.988.216	4.216.021	3.938.847
PASSIVO			

A)Patrimonio netto			
I- Capitale	21.840	21.840	21.840
II- Riserva da soprapprezzo delle azioni	0	0	0
III- Riserve di rivalutazione	0	0	0
IV- Riserva legale	16.657	16.657	16.657
V- Riserve statuarie	0	0	0
VI- Altre riserve, distintamente indicate	1.013.798	514.081	514.081
VII- Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	0	0	0
VIII- Utili (perdite) portati a nuovo	925.009	876.743	862.701
IX- Utile (perdita) dell'esercizio	82.840	48.266	14.041
Perdita ripianata nell'esercizio	0	0	0
X- Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio	0	0	0
Totale patrimonio netto	2.060.144	1.477.587	1.429.320
B)Fondi per rischi ed oneri	0	0	0
C)Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	179.586	175.460	164.642
D)Debiti			
Esigibili entro l'esercizio successivo	1.574.207	1.001.961	707.493
Esigibili oltre l'esercizio successivo	143.701	1.541.720	1.631.720
Totale debiti	1.717.908	2.543.681	2.339.213
E)Ratei e risconti	30.578	19.293	5.672
Totale passivo	3.988.216	4.216.021	3.938.847

Tabella 2 – Conto Economico Gold Angels.

CONTO ECONOMICO	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
A)Valore della produzione			
1)Ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.668.390	1.398.239	1.548.689
2)Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti			

3)Variazioni dei lavori in corso su ordinazione			
4)Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni			
5)Altri ricavi e proventi			
Contributi in conto esercizio			
Altri	117.891	43.818	42.516
Totale altri ricavi e proventi	117.891	43.818	42.516
Totale valore della produzione (A)	3.786.281	1.442.057	1.591.205
B)Costi della produzione			
6)Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	2.259.563	616.437	598.361
7)Per servizi	1.302.580	211.192	209.730
8)Per godimento di beni terzi	10.735	10.538	10.524
9)Per il personale			
a)Salari e stipendi	288.713	275.179	249.415
b)Oneri sociali	80.939	84.536	79.068
c)Trattamento di fine rapporto	22.701	21.168	19.450
d)Trattamento di quiscenza e simili	0	0	0
e)Altri costi	1.950	1.750	500
Totale costi per il personale	394.303	382.633	348.433
10)Ammortamenti e svalutazioni			
a)Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	7.372	0	0
b)Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	26.921	22.525	18.401
c)Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	0	0	0

d)Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	0	0	0
Totale ammortamenti e svalutazioni	34.293	22.525	18.401
11)Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	-501.641	13.994	321.663
12)Accantonamenti per rischi	0	0	0
13)Altri accantonamenti	0	0	0
14)Oneri diversi di gestione	54.268	68.504	17.025
Totale costi della produzione (B)	3.554.101	1.325.823	1.524.137
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	232.180	116.234	67.068
C)Proventi e oneri finanziari			
15)Proventi da partecipazioni			
Da imprese controllate			
Da imprese collegate			
Da imprese controllanti			
Da imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
Altri			
Totale proventi da partecipazioni			
16)Altri proventi finanziari			
a)Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni			
Da imprese controllate			
Da imprese collegate			
Da imprese controllanti			
Da imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
Altri			

Totale proventi finanziari da crediti iscritti nelle immobilizzazioni			
b)Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni			
c)Da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni			
d)Proventi diversi dai precedenti			
Da imprese controllate			
Da imprese collegate			
Da imprese controllanti			
Da imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
altri			
Totale proventi diversi dai precedenti			
Totale altri proventi finanziari			
17)Interessi e altri oneri finanziari			
Verso imprese controllate			
Verso imprese collegate			
Verso imprese controllanti			
Verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
Altri	111.872	25.668	28.413
Totale interessi e altri oneri finanziari	111.872	25.668	28.413
17-bis)Utili e perdite su cambi	-944	18	97
Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 -17 + - 17-bis)	-112.816	-25.650	-28.316
D)Rettifiche di valore di			

attività e passività finanziarie			
18) Rivalutazioni			
a) Di partecipazioni			
b) Di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni			
c) Di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni			
d) Di strumenti finanziari derivati			
Di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria			
Totale rivalutazioni			
19) Svalutazioni			
a) Di partecipazioni			
b) Di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni			
c) Di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni			
d) Di strumenti finanziari derivati			
Di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria			
Totale svalutazioni			
Totale delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie (18 - 19)			
	0	0	0
Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)			
	119.364	90.584	38.752

20)Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate			
Imposte correnti	35.743	40.498	19.448
Imposte relative a esercizi precedenti	781	1.820	5.263
Imposte differite e anticipate			
Proventi (oneri) da adesione al regime di consolidato fiscale/trasparenza fiscale			
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	36.524	42.318	24.711
21)Utile (perdita) dell'esercizio	82.840	48.266	14.041

Tabella 3 – Analisi per indici Gold Angels.

INDICE	DESCRIZIONE	2018	2017	2016
ROE	Reddito Netto/Capitale Proprio	4,02%	3,27%	0,98%
ROI	Reddito Operativo/Capitale Investito	5,82%	2,76%	1,70%
ROS	Reddito Operativo/Vendite	6,33%	8,31%	3,33%
LEVERAGE	Capitale Investito/Capitale Proprio	1,94	2,85	2,76
ROD	Oneri Finanziari/Capitale di Terzi	5,80	0,94	1,13
INCIDENZA GESTIONE NON CARATTERISTICA	Reddito Netto/Reddito Operativo	0,36	0,42	0,21
RIGIDITA' DEGLI IMPIEGHI	Attivo Immobilizzato/Capitale Investito	0,31	0,29	0,30
AUTONOMIA AFINANZIARIA	Capitale Proprio/(Capitale di Terzi + Capitale Proprio)	0,52	0,35	0,36

QUOZIENTE DI INDEBITAMENTO	Capitale di Terzi/Capitale Proprio	0,94	1,85	1,76
QUOZIENTE DI AUTOCOPERTURA	Capitale Proprio/Attivo Immobilizzato	1,65	1,22	1,19
QUOZIENTE DI COPERTURA	(Capitale Proprio + Passività Consolidate)/ Attivo Immobilizzato	1,91	2,64	2,70
ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO	Vendite/Capitale Investito	0,92	0,33	0,39
INDICE DI LIQUIDITA'	(Liquidità Immediata + Liquidità Differita)/Passività Correnti	0,91	2,18	2,73
INDICE DI DISPONIBILITA'	Attivo Circolante/Passività Correnti	1,71	2,94	3,85
MARGINE DI STRUTTURA	Capitale Proprio - Immobilizzazioni	812025	267908	232653
INTEREST COVERAGE RATIO	Ebit/oneri finanziari	2,08	4,52	
TASSO DI SVILUPPO DEL FATTURATO	vendite(t)-vendite (t-1))/Vendite(t-1)	162%	-10%	

Per quanto attiene alla Redditività Aziendale, si registra un aumento costante del ROI che può essere analizzato mediante la classica scomposizione:

$$\text{ROI} = \text{ROS} \times \text{TURNOVER DEL CI}$$

Tabella 4 – Indici Gold Angels.

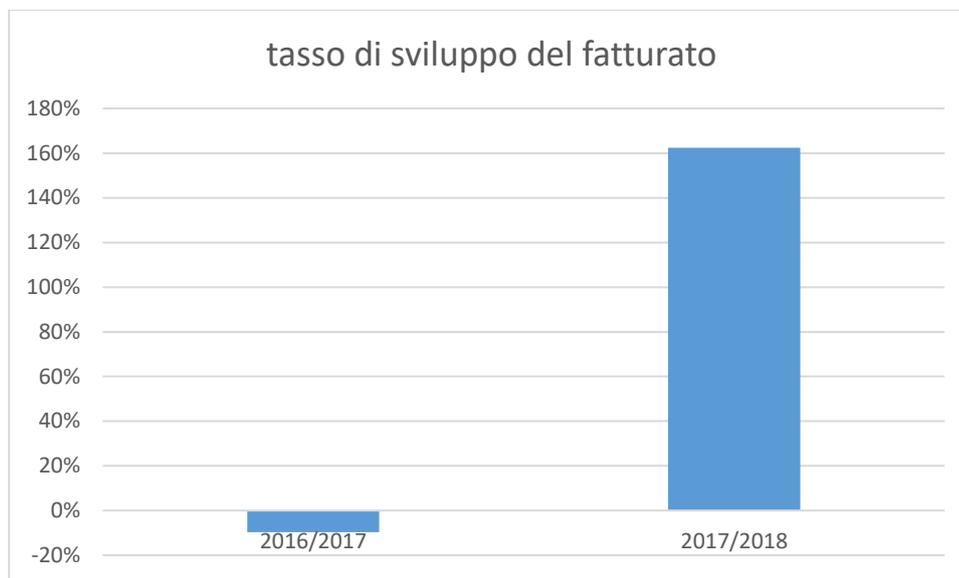
Indice	2018	2017	2016
ROI	0,06	0,03	0,02
ROS	0,06	0,08	0,04
TURNOVER	0,92	0,33	0,39

da cui si evince che il graduale miglioramento del ROI è causato nel 2017 dal raddoppio del ROS a parità del Turnover del Capitale investito, mentre nel 2018 è dovuto esclusivamente alla triplicazione del

medesimo, stante una riduzione del ROS. Ciò essenzialmente a causa del fortissimo incremento dei ricavi di vendita del 2018 rispetto agli esercizi precedenti.

Si nota che il ROE assume valori molto vicini al ROI, il che comporta la mancata attivazione della leva finanziaria, che consente di giustificare la diversità tra ROE e ROI mediante il grado di indebitamento aziendale e l'incidenza dell'area della gestione tributaria.

Come già evidenziato in precedenza, il tasso di sviluppo del fatturato ha visto un 2017 in regresso rispetto al 2016, mentre il 2018 in forte espansione.

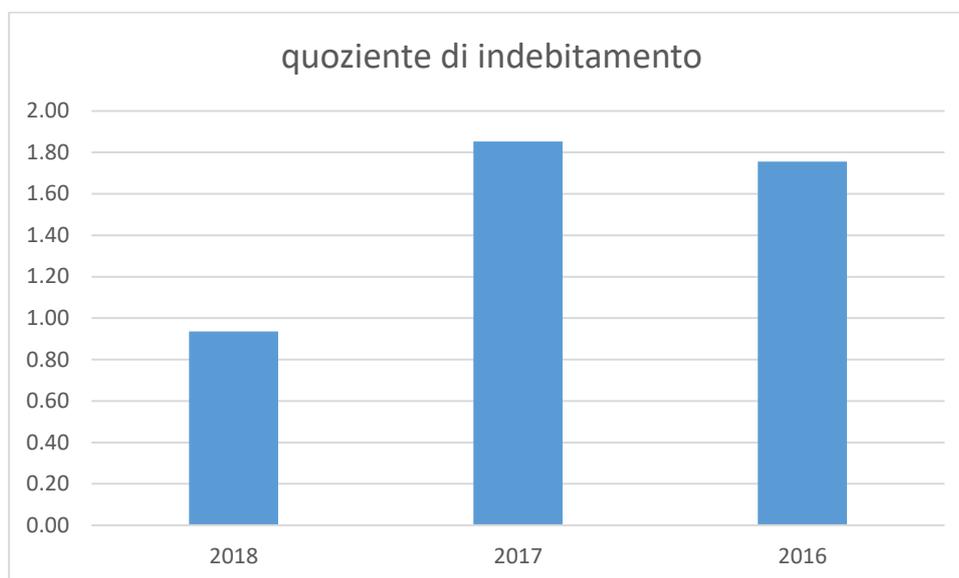


Dall'analisi della Relazione sulla gestione, tuttavia, si evince che il notevole incremento di fatturato realizzato nel 2018 è frutto essenzialmente di una miriade di piccoli clienti-rivenditori, la cui eccessiva numerosità comporta un elevato livello di rischiosità futura nel recupero dei crediti, oltre che notevoli tensioni organizzative nella gestione aziendale quotidiana.

A commento conclusivo degli indici dell'area reddituale si noti che i valori assoluti di cui parliamo (ROI compreso tra il 2% ed il 6% ROE ancora più basso) sono sì positivi ma oggettivamente bassi per poter affermare che l'azienda sia in una buona situazione reddituale: sono necessari sicuramente interventi che agiscano su tale leva

L'area della situazione finanziaria non esprime particolari criticità, seppure pur sempre migliorabile:

- l'indice di disponibilità, risultando ben superiore all'unità, esprime la capacità dell'attivo corrente di coprire il passivo corrente;
- la forte differenza che si osserva tra l'indice di disponibilità e quello di liquidità indica la rilevante incidenza assunta dalle rimanenze nell'attivo corrente;
- una adeguata analisi dei flussi, infine, potrebbe aiutare a valutare la capacità della azienda di onorare i debiti in scadenza con la liquidità generata dall'incasso dei crediti e attuazione del ciclo del circolante.



La diminuzione del quoziente di indebitamento, dovuta al contestuale aumento del patrimonio netto ed alla diminuzione dei debiti, non deve far calare l'attenzione della azienda sulla capacità di rimborsare i debiti che scadranno entro l'esercizio successivo, che sono cresciuti in modo anomalo nell'ultimo periodo (circa il 50%)

La struttura patrimoniale risulta omogenea in quanto i mezzi stabilmente impiegati nell'azienda sono più che idonei alla copertura del capitale immobilizzato (il quoziente di copertura è ben superiore all'unità). In particolare i mezzi propri dell'azienda coprono da soli l'attivo immobilizzato (il valore è espresso dal quoziente di auto-copertura = mezzi propri/attivo immobilizzato).

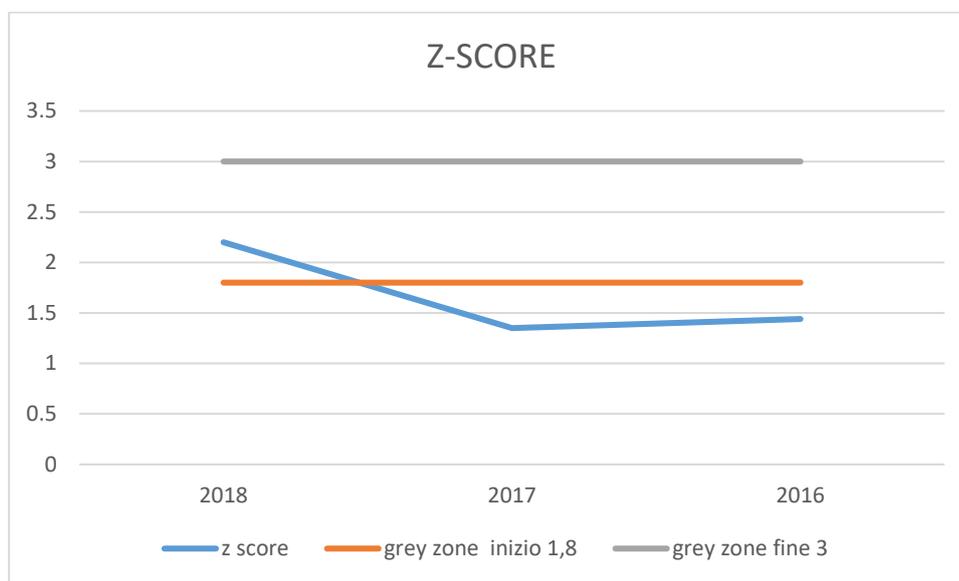
Z- Score

Al fine di ottenere una valutazione completa e ponderata sullo stato di crisi aziendale, applichiamo il modello mono-indice Z-score di Altman utilizzando la formula seguente:

$$\mathbf{Z\text{-SCORE} = 1,2 * X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 0,6 * X4 + 1 * X5}$$

Dove:

fattore	descrizione	2018	2017	2016
X1	Capitale circolante netto /Totale Attivo	0,284667	0,470844	0,515129174
X2	Utile non distribuito/Totale Attivo	0,020771	0,011448	0,003564749
X3	EBIT/Totale Attivo	0,058217	0,02757	0,017027318
X4	Valore di mercato del capitale/ Totale Passività	1,199217	0,580885	0,611026016
X5	Ricavi/Totale Attivo	0,919807	0,331649	0,393183335

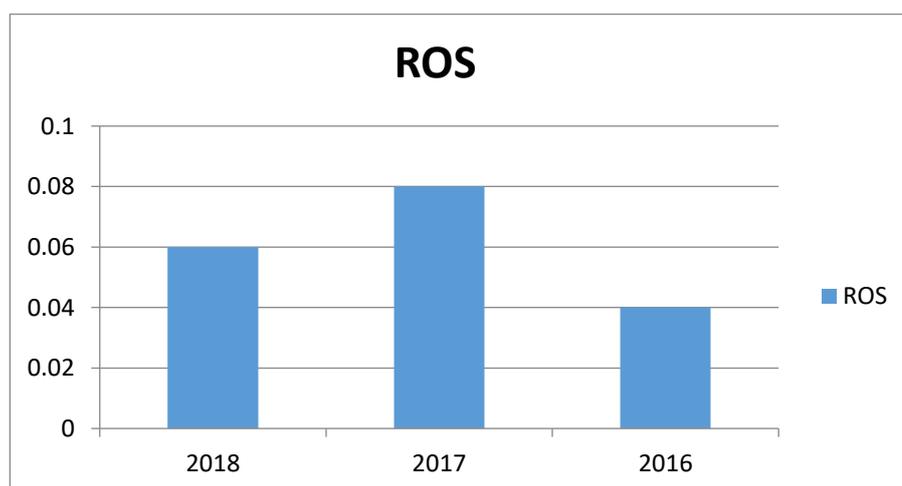


Dal grafico si può evidenziare che nei due anni precedenti al 2018 lo Z-Score assume valori nella zona di potenziale crisi aziendale, mentre nel 2018 esso entra nell'intervallo di incertezza: il mancato contributo dei fattori X2 ed X3 spiega i valori relativamente bassi dello Z-score: entrambi i fattori sono legati al valore positivo ma molto basso degli utili di azienda (si veda quanto esposto nel commento sulla area reddituale).

4.1.1 Proposte strategiche per il ritorno alla creazione del valore dell'azienda Gold Angels

L'azienda Gold Angels, come possiamo evincere dal modello Z-score, nonostante non si trovi in una situazione di dissesto aziendale, mostra degli indici che segnalano una situazione di tensione economico-finanziaria: in un contesto di forte espansione dei ricavi di vendita, infatti, gli indicatori di redditività, pur essendo positivi, tendono ad assumere valori abbastanza modesti.

Si evince, infatti, dall'analisi degli indici dal bilancio, un calo del 2% del ROS, ovvero della redditività delle vendite, nonostante il fatturato sia più che raddoppiato dall'anno 2017 al 2018.



Da ciò si deduce che il problema dell'impresa è riconducibile prevalentemente al calo della marginalità, dovuto a delle scelte strategiche inerenti la collocazione sul mercato del prodotto, a partire dal 2017. A causa dell'intensificarsi della pressione competitiva, nel settore dei gioielli, il management ha deciso di aumentare i volumi di vendita puntando su una distribuzione del prodotto intensiva, attraverso la collocazione dello stesso presso il maggior numero di gioiellerie, bigiotterie, etc.,..., concedendo sconti e premi vendita, al fine

di incentivare gli intermediari all'acquisto del prodotto offerto. Come si evince dall'analisi di bilancio, tale obiettivo è stato effettivamente raggiunto dal management, a scapito del reddito operativo. È necessario porre in essere, nel più breve tempo possibile, un incremento del premium price del prodotto, tenendo sotto controllo i costi aziendali, e senza perdere i volumi di vendita acquisiti.

Al fine di aumentare la marginalità aziendale, Gold Angels potrebbe seguire diverse strade, nell'ambito di differenti collocazioni dei prodotti sul mercato di riferimento, attraverso lo sviluppo di un canale di vendita diretto (*integrazione verticale a valle*).

Nello specifico, l'azienda potrebbe rivolgersi direttamente ai clienti finali attraverso l'apertura di "store monomarca" di proprietà della Gold Angels, sia tramite l'apertura di nuovi punti vendita, che attraverso l'acquisizione di negozi pre-esistenti già facenti parte della sua rete distributiva. In questo modo, la Gold Angels avrebbe anche una fonte diretta di informazioni sulla clientela, per anticiparne gusti e tendenze.

D'altro canto riteniamo, proprio nell'ottica di un contenimento dei costi aziendali, da non sottovalutare l'ipotesi di sviluppare il canale di vendita on line, tramite le più moderne piattaforme di e-commerce. Infatti in questo caso l'impresa, non solo potrebbe aumentare la marginalità e ridurre l'esposizione creditizia rivolgendosi direttamente al cliente finale, ma potrebbe sfruttare, con costi di implementazione relativamente contenuti, le moderne tecnologie per effettuare una innovativa targetizzazione dell'offerta. Tramite l'e-commerce infatti l'impresa potrebbe conoscere, con costi veramente contenuti, le preferenze dei clienti per mettere in atto una selezione più accurata dei prodotti offerti, nonché una vera e propria customizzazione dell'offerta, unica ed esclusiva (dal packaging alle piccole personalizzazioni dei gioielli fino ad arrivare allo sviluppo di design di veri e propri gioielli personalizzati), offrendo così un servizio ad elevato valore aggiunto, attraverso un modello aziendale abbastanza snello e flessibile nei costi di struttura .

Inoltre l'impresa dovrebbe incrementare l'investimento sulla propria brand identity, non solo attraverso i canali di comunicazione tradizionali, ma anche e soprattutto l'utilizzo massivo dei social network (facebook, instagram, etc.) e degli influencer, così da generare un vero e proprio "stimolo" all'acquisto e, più in generale, all'appeal di brand, il più possibile spostato su valori emozionali.

L'unicità del prodotto, unitamente alla forte brand identity così generata, consentirebbe alla Gold Angels di posizionare i prodotti offerti in un segmento di mercato a più elevato valore aggiunto e quindi in definitiva a spuntare un "premium price" indispensabile per incrementare sensibilmente la redditività aziendale.

4.2 Caso Salumi Tuoi

La società Salumi Tuoi S.p.A. è una azienda attiva da vari anni nel settore della produzione e distribuzione di salumi ed insaccati in genere.

Dopo una serie di risultati economici e finanziari positivi, da un lato i trend del mercato degli ultimi anni, che vedono i consumatori seguire diete salutiste con basso consumo di grassi saturi, dall'altro la piccola dimensione della azienda, che non consente di reggere alla concorrenza di grandi aziende (Rovagnati, etc) molto attive sul fronte della comunicazione, hanno posto l'azienda ai margini del mercato, con clienti

costituiti da piccoli esercizi commerciali, peraltro a loro volta in grandi difficoltà per la concorrenza degli operatori della GDO.

L'esercizio 2018, anno orribile per la società, ha visto una riduzione dei ricavi del 11,2% rispetto all'esercizio precedente, soprattutto a causa dei seguenti fattori:

- riduzione costante dei consumi di salumi a livello nazionale per effetto delle nuove abitudini alimentari che privilegiano cibi sani e non lavorati così come consigliato dalla Organizzazione Mondiale della Sanità;
- concentrazione della produzione industriale in capo a grandi gruppi che realizzando economie di scala su grossi volumi, riescono a contenere i prezzi di vendita e ad orientare gli acquisti dei consumatori sul proprio brand grazie a rilevanti investimenti in comunicazione;
- incremento dei costi delle materie prime che non è stato possibile trasferire sui prezzi di vendita data la fora contrattuale in acquisto della distribuzione alimentare;
- necessità di effettuare le vendite solo verso clienti affidabili onde evitare di andare incontro a perdite di insolvenza che possano aggravare ulteriormente la situazione economica dell'azienda.

Riportiamo di seguito Stato Patrimoniale, Conto Economico relativi agli ultimi 3 anni di bilancio.

Tabella 5 – Stato Patrimoniale Salumi Tuoi.

STATO PATRIMONIALE	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
ATTIVO			
B) Immobilizzazioni			
II - Immobilizzazioni materiali			
1) Terreni e fabbricati	2.826.409	569.230	663.012
2) Impianti e macchinario	34.043	36.615	43.603
3) Attrezzature industriali e commerciali	4.419	6.821	8.912
4) Altri beni	53.334	57.763	61.748
Totale immobilizzazioni materiali	2.918.205	670.429	777.275
Totale immobilizzazioni (B)	2.918.205	670.429	777.275
C) Attivo circolante			
I- Rimanenze			
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	94.459	109.998	92.456
4) Prodotti finiti e merci	1.038.105	4.497.587	2.363.554
Totale rimanenze	1.132.564	4.607.585	2.456.010

II- Crediti			
1)Verso clienti			
Esigibili entro l'esercizio successivo	3.396.395	5.900.099	6.123.143
Totale crediti verso clienti	3.396.395	5.900.099	6.123.143
5-bis)Crediti tributari			
Esigibili entro l'esercizio successivo	151.256	265.125	89.165
Totale crediti tributari	151.256	265.125	89.165
5-quarter)Verso altri			
Esigibili entro l'esercizio successivo	107.724	1.783.844	3.830.687
Esigibili oltre l'esercizio successivo	11.481	9.763	7.488
Totale crediti verso altri	119.205	1.793.607	3.838.175
Totale crediti	3.666.856	7.958.831	10.050.483
IV- Disponibilità liquide			
1)Depositi bancari e postali	172.892	74.526	348.008
3)Denaro e valori in cassa	12.857	2.439	1.819
Totale disponibilità liquide	185.749	76.965	349.827
Totale attivo circolante (C)	4.985.169	12.643.381	12.856.320
D)Ratei e risconti	2.476	22.364	26.641
Totale attivo	7.905.850	13.336.174	13.660.236
PASSIVO			
A)Patrimonio netto			
I- Capitale	2.564.000	2.564.000	2.564.000
III- Riserve di rivalutazione	2.350.000	0	0
IV- Riserva legale	310.283	306.755	301.851
VI- Altre riserve, distintamente indicate			
Riserva straordinaria	1.322.811	1.255.787	1.162.610
Versamenti in conto futuro aumento di capitale	450.000	450.000	450.000
Varie altre riserve	-500.000	1	0
Totale altre riserve	1.272.811	1.705.788	1.612.610
IX- Utile (perdita) dell'esercizio	-5.853.372	70.552	98.081
Totale patrimonio netto	643.722	4.647.095	4.576.542
B) Fondi per rischi ed oneri			
1)Per trattamento di quiscenza e	20.598	20.598	20.598

obblighi simili			
4)Altri	500.000	0	0
Totale fondi per rischi ed oneri	520.598	20.598	20.598
C)Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	577.801	612.453	577.306
D)Debiti			
4)Debiti verso banche			
Esigibili entro l'esercizio successivo	3.686.397	4.117.320	4.080.652
Esigibili oltre l'esercizio successivo	547.198	1.582.594	2.225.102
Totale debiti verso banche	4.233.595	5.699.914	6.305.754
7)Debiti verso fornitori			
Esigibili entro l'esercizio successivo	1.453.580	1.918.756	1.854.528
Totale debiti verso fornitori	1.453.580	1.918.756	1.854.528
12)Debiti tributari			
Esigibili entro l'esercizio successivo	129.585	119.779	25.866
Totale debiti tributari	129.585	119.779	25.866
13)Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale			
Esigibili entro l'esercizio successivo	78.503	105.382	109.507
Totale debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	78.503	105.382	109.507
14)Altri debiti			
Esigibili entro l'esercizio successivo	268.328	210.900	177.838
Totale altri debiti	268.328	210.900	177.838
Totale debiti	6.163.591	8.054.731	8.473.493
E) Ratei e risconti	138	1.297	12.297
Totale passivo	7.905.850	13.336.174	13.660.236

Tabella 6 – Conto Economico Salumi Tuoi.

CONTO ECONOMICO	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
A)Valore della produzione			
1)Ricavi delle vendite e delle prestazioni	15.580.976	17.578.883	16.149.491
2)Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	-3.459.482	2.134.033	421.421
5)Altri ricavi e proventi			

Altri	33.187	13.886	9.371
Totale altri ricavi e proventi	33.187	13.886	9.371
Totale valore della produzione	12.154.681	19.726.802	16.580.283
B) Costi della produzione			
6)Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	9.524.692	15.274.800	12.273.214
7)Per servizi	2.293.372	2.443.228	2.214.381
8)Per godimento di beni terzi	7.498	2.804	4.579
9)Per il personale			
a)Salari e stipendi	858.890	876.561	848.763
b)Oneri sociali	332.174	317.241	336.604
c)Trattamento di fine rapporto	76.386	82.913	75.554
e)Altri costi	5.358	6.060	47.386
Totale costi per il personale	1.272.808	1.282.775	1.308.307
10)Ammortamenti e svalutazioni			
b)Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	120.090	125.327	143.010
d)Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	11.058	120.210	19.883
Totale ammortamenti e svalutazioni	131.148	245.537	162.893
11)Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	15.539	-17.543	24.195
14)Oneri diversi di gestione	4.598.883	112.919	209.298
Totale costi della produzione	17.843.940	19.344.520	16.196.867
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	-5.689.259	382.282	383.416
C)Proventi e oneri finanziari			
16)Altri proventi finanziari			
d)Proventi diversi dai precedenti			
altri	86.825	49.358	52.883
Totale proventi diversi dai precedenti	86.825	49.358	52.883
Totale altri proventi finanziari	86.825	49.358	52.883
17)Interessi e altri oneri finanziari			
Altri	250.901	246.372	241.784
Totale interessi e altri oneri finanziari	250.901	246.372	241.784

Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 - 17 + - 17-bis)	-164.076	-197.014	-188.901
Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)	-5.853.335	185.268	194.515
20)Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate			
Imposte correnti	0	114.716	96.434
Imposte relative a esercizi precedenti	37		0
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	37	114.716	96.434
21)Utile (perdita) dell'esercizio	-5.853.372	70.552	98.081

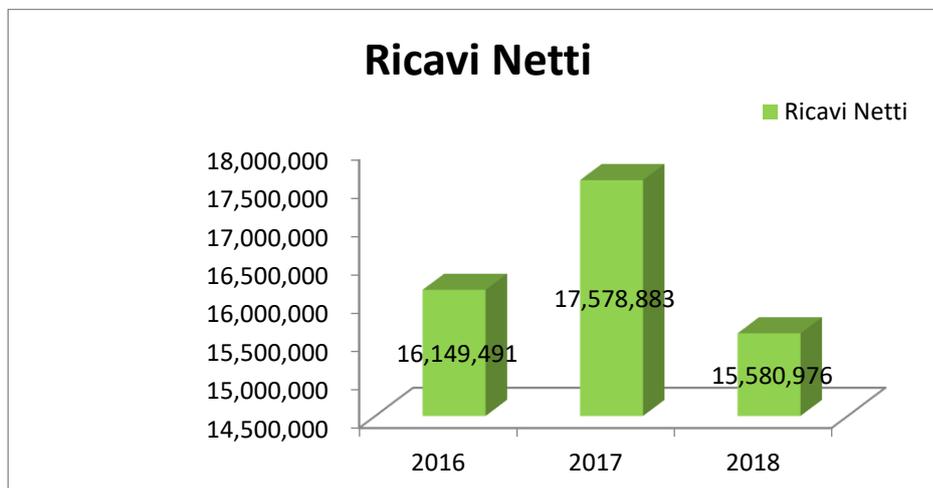
Tabella 6 – Analisi per indici Salumi Tuoi.

INDICE	DESCRIZIONE	2018	2017	2016
ROE	Reddito Netto/Capitale Proprio	-909,30%	1,52%	2,14%
ROI	Reddito Operativo/Capitale Investito	-71,96%	2,87%	2,81%
ROS	Reddito Operativo/Vendite	-36,51%	2,17%	2,37%
LEVERAGE	Capitale Investito/Capitale Proprio	12,28	2,87	2,98
ROD	Oneri Finanziari/Capitale di Terzi	3,45	2,84	2,66
INCIDENZA GESTIONE NON CARATTERISTICA	Reddito Netto/Reddito Operativo	1,03	0,18	0,26
RIGIDITA' DEGLI IMPIEGHI	Attivo Immobilizzato/Capitale Investito	0,37	0,05	0,06
AUTONOMIA AFINANZIARIA	Capitale Proprio/(Capitale di	0,08	0,35	0,34

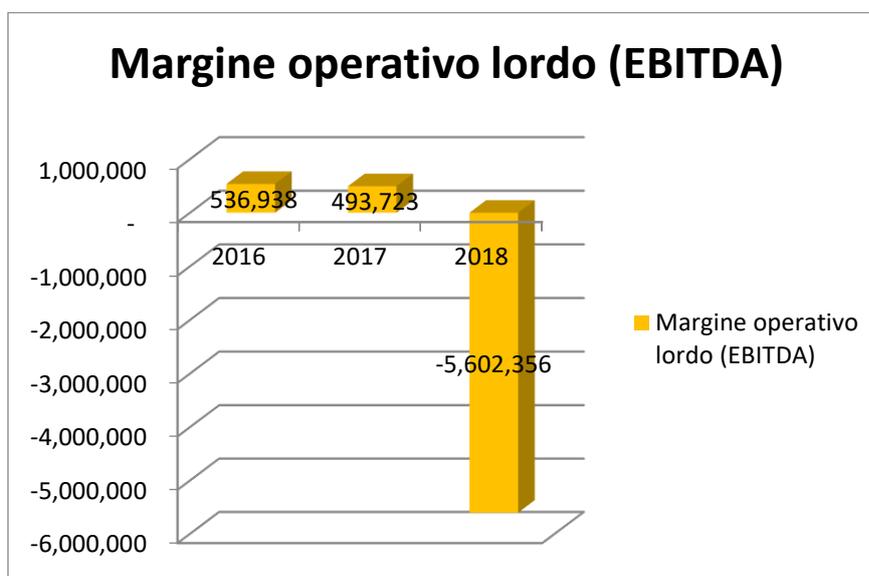
	Terzi + Capitale Proprio)			
QUOZIENTE DI INDEBITAMENTO	Capitale di Terzi/Capitale Proprio	11,28	1,87	1,98
QUOZIENTE DI AUTOCOPERTURA	Capitale Proprio/Attivo Immobilizzato	0,22	6,93	5,89
QUOZIENTE DI COPERTURA	(Capitale Proprio + Passività Consolidate)/ Attivo Immobilizzato	0,78	10,24	9,52
ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO	Vendite/Capitale Investito	1,97	1,32	1,18
INDICE DI LIQUIDITA'	(Liquidità Immediata + Liquidità Differita)/Passività Correnti	0,69	1,24	1,67
INDICE DI DISPONIBILITA'	Attivo Circolante/Passività Correnti	0,89	1,96	2,06
MARGINE DI STRUTTURA	Capitale Proprio - Immobilizzazioni	2274483,00	3976666,00	3799267,00
INTEREST COVERAGE RATIO	Ebit/oneri finanziari	-22,68	1,55	1,59

Nella tabella seguente si riportano i risultati negli ultimi tre esercizi in termini di ricavi netti, margine operativo lordo e di risultato prima delle imposte.

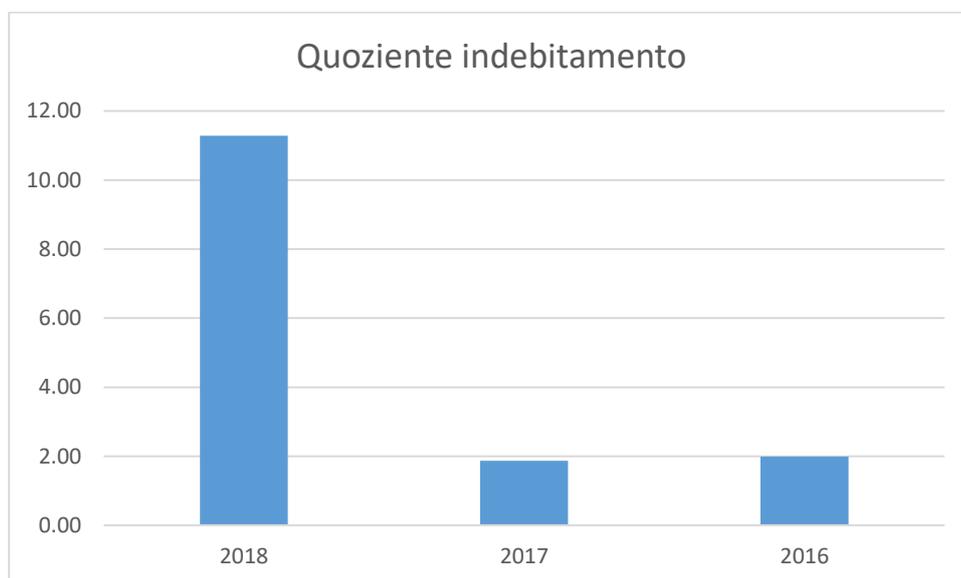
	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Ricavi netti	15.580.976	19.726.802	16.580.283
Margine operativo lordo	(5.602.356)	493.723	517.055
Risultato prima delle imposte	(5.853.335)	185.268	194.515



Come detto in precedenza, i ricavi del 2018 sono diminuiti di oltre il 10% rispetto all'anno precedente.

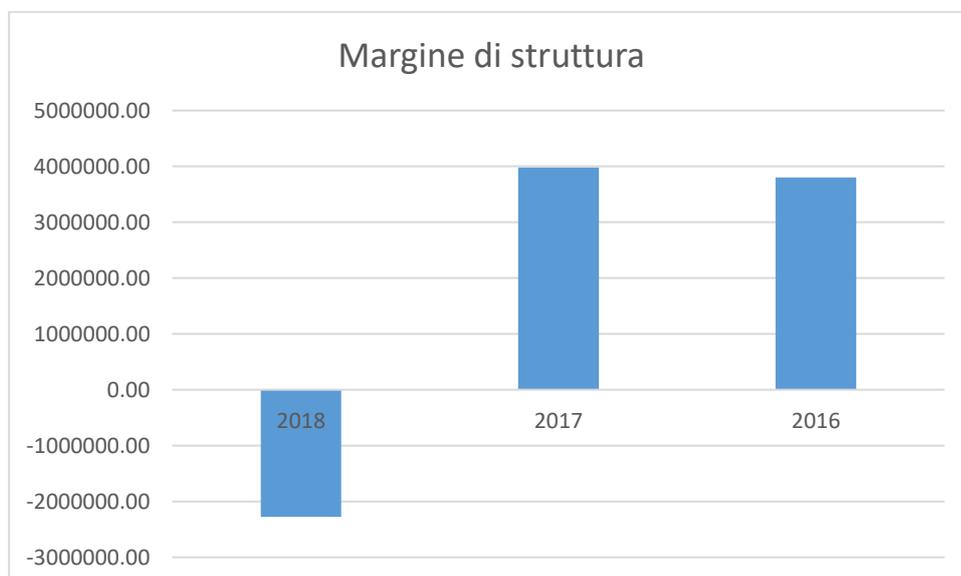


Il margine operativo lordo, dopo i due anni in territorio positivo, ha, come si nota, subito un crollo nel 2018. La redditività è crollata non tanto e non solo a causa della caduta dei ricavi di vendita, in ogni caso ritornati ai livelli del 2016, ma anche e soprattutto al consistente incremento dei costi relativi alle “perdite su crediti”, (vedi voce “oneri diversi di gestione”, pari a quasi 5 milioni di €), manifestatesi improvvisamente nel 2018 in seguito alla chiusura di una miriade di piccoli esercizi commerciali che non avevano manifestato tensioni nei pagamenti fino all'anno precedente.



Il quoziente di indebitamento è aumentato di oltre 6 volte dal biennio 2016/2017 al 2018: esso è dovuto non tanto al peggioramento della posizione finanziaria, quanto all'abbattimento del patrimonio netto causato dalle notevoli perdite del 2018.

Emergono tensioni finanziarie di breve periodo già dall'analisi dell'indice di liquidità che nel 2018 risulta inferiore all'unità: si tratta di una situazione di illiquidità finanziaria che trova evidenza sia nel valore dell'indice di disponibilità, pari allo 0,89 nei due periodi, e sia dal valore negativo del CCN, facilmente desumibile dall'analisi di bilancio.



In riferimento alla struttura patrimoniale, ed in base a quanto detto in precedenza sul patrimonio netto, un indice rappresentativo della crisi in essere è il margine di struttura che è risultato anch'esso in netto peggioramento nel 2018.

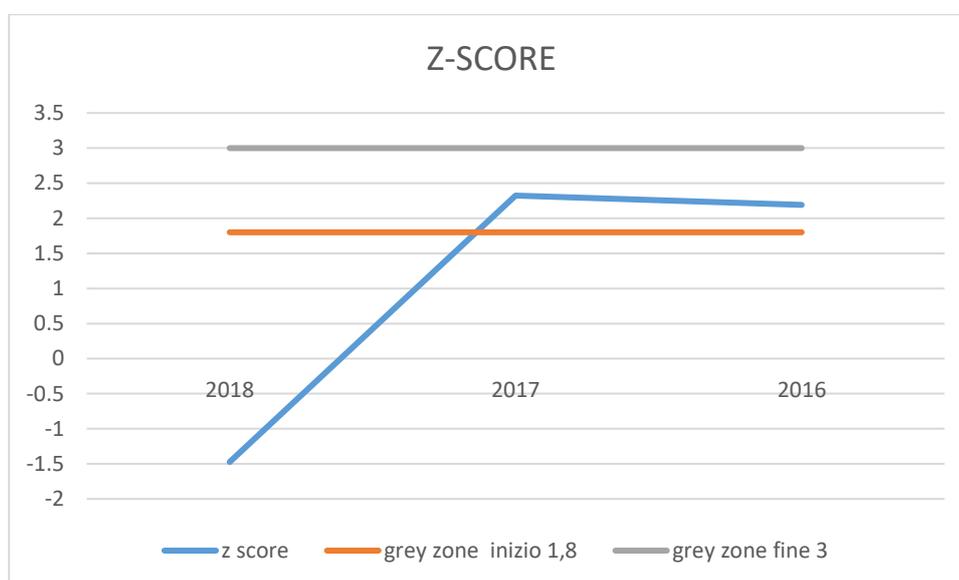
Z- Score

Al fine di ottenere una valutazione completa e ponderata sullo stato di crisi aziendale, applichiamo il modello mono-indice Z-score di Altman utilizzando la formula seguente:

$$\text{Z-SCORE} = 1,2 * X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 0,6 * X4 + 1 * X5$$

Dove:

fattore	descrizione	2016	2017	2018
X1	Capitale circolante netto /Totale Attivo	-0,07955	0,464324	0,484785
X2	Utile non distribuito /Totale Attivo	-0,74038	0,00529	0,00718
X3	EBIT/totale attivo	-0,71963	0,028665	0,028068
X4	Valore di mercato del capitale/ Totale Passività	0,104439	0,57694	0,540101
X5	Ricavi/Totale Attivo	1,970816	1,318135	1,182226
z-score		-1,47328	2,32349	2,190705



Dal grafico si può evidenziare come già nei due anni precedenti al 2018, lo Z-Score assume valori all'interno della zona di incertezza per poi sprofondare nella zona di insolvenza e crisi aziendale.

4.2.1 Proposte strategiche per il ritorno alla creazione di valore dell'azienda Salumi Tuoi

L'azienda Salumi Tuoi ha vissuto un calo dei ricavi rispetto agli anni precedenti di circa dell'11,2% a causa di diversi fattori come la riduzione dei consumi di salumi a livello nazionale date le nuove abitudini

alimentari maggiormente improntate verso prodotti bio, ma anche alla sempre più elevata concentrazione di aziende in questo settore

Tuttavia, come già evidenziato in precedenza, la voce più rilevante nell'ambito della crisi di quest'azienda, è quella relativa agli oneri diversi di gestione che sono aumentati drasticamente dal 2017 al 2018, principalmente a causa del forte incremento delle perdite su crediti, divenuti ormai inesigibili.

Di seguito, la tabella che evidenzia l'incidenza degli oneri diversi di gestione sul fatturato nel corso degli ultimi 3 anni di bilancio, dal quale si evidenzia che gli stessi hanno raggiunto quasi il 30% del fatturato, comportando una perdita d'esercizio notevole che ha causato una diminuzione rilevante del patrimonio netto.



L'azienda Salumi Tuoi, infatti, distribuisce i propri prodotti esclusivamente attraverso una rete di piccoli negozi al dettaglio tradizionali, che, come noto, sono fortemente minacciati dalla concorrenza dei GDO da un lato, e dai negozi che incarnano le nuove tendenze alimentari dall'altro (biologico, etnico, etc.) e che quindi si trovano in situazione di grosse difficoltà economico/finanziarie.

È necessario, porre in essere, un turnaround aziendale, attraverso un cambiamento radicale del modello di business. Per un ritorno alla creazione del valore, si ritiene pertanto opportuno valutare l'entrata nel mercato dei prodotti bio, al fine di adeguarsi alle nuove tendenze del mercato alimentare, dei salumi in particolare. Gli asset, le risorse e i processi di Salumi Tuoi, quindi dovranno essere riconfigurati per soddisfare la necessità di offrire alla clientela dei prodotti bio. Per poter raggiungere questo obiettivo, l'impresa può seguire tre strade alternative:

- rinnovare la strategia tramite la ricombinazione di risorse interne;
- rinnovare la strategia accedendo a nuove risorse tramite alleanze strategiche con imprese che si occupano della produzione di prodotti bio;
- partecipare ad un consorzio biologico.

Relativamente al primo punto, è opportuno evidenziare che un rinnovamento tramite la ricombinazione delle risorse interne richiede degli sforzi da parte dell'impresa sotto vari aspetti. In primis, l'impresa dovrebbe effettuare degli investimenti sulla ricerca di fornitori. I fornitori selezionati dall'impresa Salumi Tuoi, in

particolare gli allevatori, dovranno essere tutti in possesso di una certificazione biologica, in modo da poter garantire la qualità dei prodotti offerti. Il focus sulla fornitura non si limita solo alla ricerca, ma anche al continuo controllo delle forniture, garantendo che quest'ultime non siano qualitativamente inferiori rispetto agli standard richiesti dalla produzione bio. Inoltre, l'impresa dovrebbe investire anche sulla formazione e sull'aggiornamento delle competenze delle risorse umane, in modo che possano acquisire delle conoscenze tecniche sul mondo bio, tramite le quali possono contribuire efficacemente ad aumentare le performance aziendali. Infine, l'impresa dovrebbe anche investire sulle attività di marketing in modo da poter rafforzare la *brand identity* nei confronti dei consumatori. Dato che si tratta di un'azienda che per la prima volta si trova ad operare in un mondo bio, il primo passo è di certo quello di catturare l'attenzione del cliente tramite investimenti in attività promozionali che evidenzino la credibilità delle certificazioni ottenute (tramite il ricorso ad enti di certificazione biologica riconosciuti a livello nazionale ed internazionale). Un secondo passo, invece, consiste nel mantenere costante la fiducia del cliente nei confronti del marchio. Tuttavia riposizionare il prodotto tramite lo sviluppo interno, non solo richiede tempo, ma anche elevati costi che difficilmente possono essere sostenuti dall'impresa Salumi Tuoi, date le condizioni economico-finanziarie drastiche evidenziate all'interno dell'analisi di bilancio.

Pertanto si ritiene maggiormente perseguibile l'entrata nel mercato bio tramite l'accesso a risorse complementari mediante il ricorso ad un'alleanza strategica, ovvero una Joint Venture, con un'impresa che si occupa della produzione bio. Attraverso un'attenta analisi di mercato, si ritiene che un'azienda da poter prendere in riferimento per raggiungere tale obiettivo sia il Salumificio Pedrazzoli. Il salumificio Pedrazzoli nasce nel 1951 nel centro di San Giovanni del Dosso, in provincia di Mantova per opera del capostipite Arnaldo Pedrazzoli. Per Arnaldo si realizzò in questo modo il sogno di una vita: da operaio in un salumificio a proprietario della macelleria di piccolo paese della bassa mantovana Arnaldo diviene titolare del Salumificio Arnaldo Pedrazzoli, impresa familiare dedicata alla macellazione e alla trasformazione di salumi. Il maggior punto di forza di quest'azienda consiste nella produzione bio, tramite la Linea Primavera Bio nata più di 20 anni fa. Trattasi di una linea di carni e salumi bio prodotta secondo metodi naturali: dall'allevamento del suino alla macellazione, dalla lavorazione alla stagionatura. I prodotti offerti dall'impresa infatti sono senza conservanti, senza glutine e senza farine del latte¹²². Una Joint Venture con quest'impresa, consentirebbe all'impresa Salumi Tuoi di accedere ai canali di vendita e alle competenze e know how maturate dal Salumificio Pedrazzoli nel mondo bio, nel corso degli anni, in cambio della disponibilità degli impianti di produzione e della forza lavoro con esperienza decennale nel settore dei salumi. Un accesso indiretto al mercato dei salumi bio potrebbe consentire all'impresa Salumi Tuoi, di acquisire conoscenze adeguate tali da poter progettare in futuro un ingresso su quel mercato mediante marchio proprio. Tramite le sinergie potenziali che potrebbero essere sfruttate mediante un'alleanza strategica, l'impresa potrebbe, quindi, raggiungere i risultati sperati in minor tempo, rispetto al rinnovamento della strategia tramite la ricombinazione di risorse interne.

¹²² Salumificiopedrazzoli.it, Sito internet

Infine, l'impresa potrebbe optare per la partecipazione ad un consorzio biologico. Un consorzio da poter prendere in riferimento è il Consorzio Gourm. Il consorzio Gourm è un network di produttori italiani capace di offrire un' ampia gamma di salumi, formaggi, mostarde ed altri prodotti, purché biologici, focalizzandosi principalmente sui servizi di export dei propri prodotti. Partecipando ad un consorzio, l'impresa agendo come *private label*, potrebbe raggiungere dimensioni tali da rendere più convenienti e sostenibili le operazioni necessarie per penetrare nel mercato dei prodotti bio, usufruendo in particolare di diversi vantaggi quali:

- penetrazione nei vari mercati domestici in cui il consorzio è già presente e conoscenza approfondita dei medesimi;
- facilità di accesso ai servizi di export, tramite i quali l'impresa può avviare un processo di internazionalizzazione nei mercati esteri, mediante i canali di vendita del consorzio;
- accesso alle competenze condivise tra i vari produttori e fornitori aderenti al consorzio;
- sfruttamento del marchio dotato di riconoscimenti certificati da parte terze accreditate;

Tuttavia, qualunque strada venga intrapresa dall'impresa Salumi Tuoi è necessario un cambiamento della cultura aziendale, da un approccio tradizionale, ad una mentalità focalizzata sul prodotto biologico al fine di poter dimostrare di essere aperti e reattivi alla trasformazione del mercato e del cambiamento competitivo.

4.3 Caso Elettra S.r.l

La società Elettra S.r.l. è presente da circa 20 anni nel settore impiantistico, anche con partecipazioni incrociate con società immobiliari i cui soci fanno parte della medesima famiglia dei soci della Elettra.

L'amministratore e socio di riferimento ha una esperienza personale che si è rivelata indispensabile per l'azienda nell'ambito degli impianti di segnalazione ferroviaria: e in tal senso il picco delle attività e del fatturato si è avuto nei primi anni duemila. Successivamente, con l'avvento dell'alta velocità, l'azienda non è riuscita a adeguarsi al nuovo contesto tecnologico, denotando una debolezza strutturale relativa alla incapacità di innovare sia i processi che i prodotti e, rimanendo con le medesime competenze e risorse, è passata alla fornitura di cavi elettrici per un mercato business e privato. Dopo il primo decennio degli anni duemila, la crisi di clienti business e l'aumento dei costi delle materie prime hanno determinato la diminuzione del fatturato aziendale e la fuoriuscita di soci con expertise nella amministrazione: il responsabile legale ha dovuto quindi occuparsi anche di aspetti fino ad allora per lui sconosciuti in quanto dedito in precedenza esclusivamente alle attività commerciali e di marketing dell'azienda.

Come sarà approfondito di seguito, è proprio l'aumento del costo delle materie prime, unitamente all'incapacità innovativa del management, che non è riuscito ad adeguare l'azienda alle evoluzioni normative del settore, il limite principale che l'azienda dovrà superare.

Si riportano di seguito i bilanci della azienda relativi agli anni 2016/2017/2018 e la relativa analisi per indici.

Tabella 7 – Stato Patrimoniale Elettra.

STATO PATRIMONIALE	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
ATTIVO			
A)Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti			
B)Immobilizzazioni			
I- Immobilizzazioni immateriali	48.154	28.800	34.350
II - Immobilizzazioni materiali	12.606	13.599	821.754
III- Immobilizzazioni finanziarie	0	20.434	20.434
Totale immobilizzazioni (B)	60.760	62.833	876.538
C)Totale attivo circolante			
I- Rimanenze	457.000	703.680	905.264
Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita			
II- Crediti			
Esigibili entro l'esercizio successivo	2.293.836	2.867.918	2.105.359
Esigibili oltre l'esercizio successivo	0	3.231	3.231
Imposte anticipate			
Totali crediti	2.293.836	2.871.149	2.108.590
III- Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni			
IV- Disponibilità liquide	5.823	1.190.985	19.054
Totale attivo circolante (C)	2.756.659	4.765.814	3.032.908
D)Ratei e risconti	7.036	23.824	31.335
Totale attivo	2.824.455	4.852.471	3.940.781
PASSIVO			
A)Patrimonio netto			
I- Capitale	10.400	10.400	10.400
II- Riserva da soprapprezzo delle azioni			
III- Riserve di rivalutazione	843.902	843.902	843.902

IV- Riserva legale	2.066	2.066	2.066
V- Riserve statuarie	779.760	505.957	492.038
VI- Altre riserve, distintamente indicate			
VII- Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi			
VIII- Utili (perdite) portati a nuovo			
IX- Utile (perdita) dell'esercizio	-1.386.061	273.803	13.919
Perdita ripianata nell'esercizio			
X- Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio			
Totale patrimonio netto	250.067	1.636.128	1.362.325
B)Fondi per rischi ed oneri			
C)Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	92.792	87.504	78.874
D)Debiti			
Esigibili entro l'esercizio successivo	2.424.024	3.040.035	2.490.184
Esigibili oltre l'esercizio successivo	0	56.295	0
Totale debiti	2.424.024	3.096.330	2.490.184
E)Ratei e risconti	57.572	32.509	9.398
Totale passivo	2.824.455	4.852.471	3.940.781

Tabella 8 – Conto Economico Elettra.

CONTO ECONOMICO	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
A)Valore della produzione			
1)Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.358.685	2.333.842	2.072.045
2)Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione,			

semilavorati e finiti			
3)Variazioni dei lavori in corso su ordinazione			
4)Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni			
5)Altri ricavi e proventi			
Contributi in conto esercizio			
Altri	37.419	1.037.455	12.987
Totale altri ricavi e proventi	37.419	1.037.455	12.987
Totale valore della produzione (A)	2.396.104	3.371.297	2.085.032
B)Costi della produzione			
6)Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	2.328.079	1.932.452	1.533.996
7)Per servizi	151.063	362.038	169.656
8)Per godimento di beni terzi	152.724	141.184	147.705
9)Per il personale			
a)Salari e stipendi	103.945	125.537	85.372
b)Oneri sociali	30.726	36.877	25.766
c)Trattamento di fine rapporto	9.355	8.912	8.446
d)Trattamento di quiscenza e simili			
e)Altri costi	1.210	544	785
Totale costi per il personale	145236	171870	120369
10)Ammortamenti e svalutazioni			
a)Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	5.550	5.550	5.550
b)Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	1.538	1.414	6.957
c)Altre svalutazioni delle immobilizzazioni			
d)Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante	369.258	0	0

e delle disponibilità liquide			
Totale ammortamenti e svalutazioni	376.346	6.964	12.507
11)Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	246.680	201.584	-25.730
12)Accantonamenti per rischi			
13)Altri accantonamenti			
14)Oneri diversi di gestione	259.497	168.654	28.940
Totale costi della produzione (B)	3.659.625	2.984.746	1.987.443
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	-1.263.521	386.551	97.589
C)Proventi e oneri finanziari			
15)Proventi da partecipazioni			
Da imprese controllate			
Da imprese collegate			
Da imprese controllanti			
Da imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
Altri			
Totale proventi da partecipazioni			
16)Altri proventi finanziari			
a) Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni			
Da imprese controllate			
Da imprese collegate			
Da imprese controllanti			
Da imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
Altri			
Totale proventi finanziari da crediti iscritti nelle immobilizzazioni			
b)Da titoli iscritti nelle			

immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni			
c)Da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni			
d)Proventi diversi dai precedenti			
Da imprese controllate			
Da imprese collegate			
Da imprese controllanti			
Da imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
altri	770	160	0
Totale proventi diversi dai precedenti	770	160	0
Totale altri proventi finanziari	770	160	0
17)Interessi e altri oneri finanziari			
Verso imprese controllate			
Verso imprese collegate			
Verso imprese controllanti			
Verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti			
Altri	123.310	88.667	54.841
Totale interessi e altri oneri finanziari	123.310	88.667	54.841
17-bis)Utili e perdite su cambi			
Totale proventi e oneri finanziari (15 + 16 -17 + - 17-bis)	-122.540	-88.507	-54.841
D)Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie			
18)Rivalutazioni			
a)Di partecipazioni			
b)Di immobilizzazioni			

finanziarie che non costituiscono partecipazioni			
c)Di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni			
d)Di strumenti finanziari derivati			
Di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria			
Totale rivalutazioni			
19)Svalutazioni			
a)Di partecipazioni			
b)Di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni			
c)Di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni			
d)Di strumenti finanziari derivati			
Di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria			
Totale svalutazioni			
Totale delle rettifiche di valore di attività e passività finanziarie (18 - 19)			
Risultato prima delle imposte (A - B + - C + - D)	-1.386.061	298.044	42.748
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite ed anticipate			
Imposte correnti	0	24.241	28.829
Imposte relative a esercizi precedenti			

Imposte differite e anticipate			
Proventi (oneri) da adesione al regime di consolidato fiscale/trasparenza fiscale			
Totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	0	24.241	28.829
21)Utile (perdita) dell'esercizio	-1.386.061	273.803	13.919

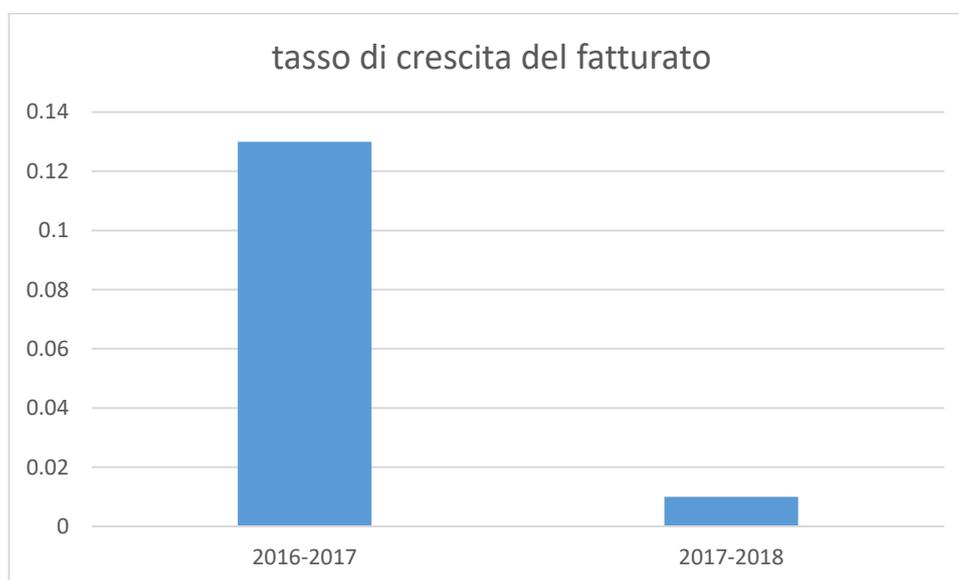
Tabella 9 – Analisi per indici Elettra.

INDICE	DESCRIZIONE	2018	2017	2016
ROE	Reddito Netto/Capitale Proprio	-84,72%	20,10%	1,03%
ROI	Reddito Operativo/Capitale Investito	-44,74%	7,97%	2,48%
ROS	Reddito Operativo/Vendite	-53,57%	16,56%	4,71%
LEVERAGE	Capitale Investito/Capitale Proprio	11,29	2,97	2,89
ROD	Oneri Finanziari/Capitale di Terzi	4,79	2,76	2,13
INCIDENZA GESTIONE NON CARATTERISTICA	Reddito Netto/Reddito Operativo	0,84	0,48	0,53
RIGIDITA' DEGLI IMPIEGHI	Attivo Immobilizzato/Capitale Investito	0,02	0,01	0,22
AUTONOMIA AFINANZIARIA	Capitale Proprio/(Capitale di Terzi + Capitale Proprio)	0,09	0,34	0,35
QUOZIENTE DI INDEBITAMENTO	Capitale di Terzi/Capitale Proprio	10,29	1,97	1,89
QUOZIENTE DI AUTOCOPERTURA	Capitale Proprio/Attivo Immobilizzato	4,12	26,04	1,55
QUOZIENTE DI COPERTURA	(Capitale Proprio + Passività Consolidate)/ Attivo Immobilizzato	5,64	28,33	1,64
ROTAZIONE DEL CAPITALE	Vendite/Capitale Investito	0,84	0,48	0,53

INVESTITO				
INDICE DI LIQUIDITA'	(Liquidità Immediata + LiquiditàDifferita)/Passività Correnti	0,93	1,33	0,86
INDICE DI DISPONIBILITA'	Attivo Circolante/Passività Correnti	1,11	1,56	1,23
MARGINE DI STRUTTURA	Capitale Proprio - Immobilizzazioni	189.307	1.573.295	485.787
INTEREST COVERAGE RATIO	Ebit/oneri finanziari	-10,25	4,36	1,78
TASSO DI SVILUPPO DEL FATTURATO	vendite(t)-vendite (t-1))/Vendite(t-1)	1,06%	12,63%	

L'azienda ha dovuto affrontare un anno di bilancio 2018 fortemente negativo sul piano reddituale: la perdita di oltre un milione di euro ha abbattuto il patrimonio netto aziendale rendendo tutti gli indici ad esso collegati fortemente negativi. Il mantenimento di livelli accettabili degli indici di copertura ed auto copertura è infatti fortemente collegato alla dismissione di gran parte del patrimonio immobiliare.

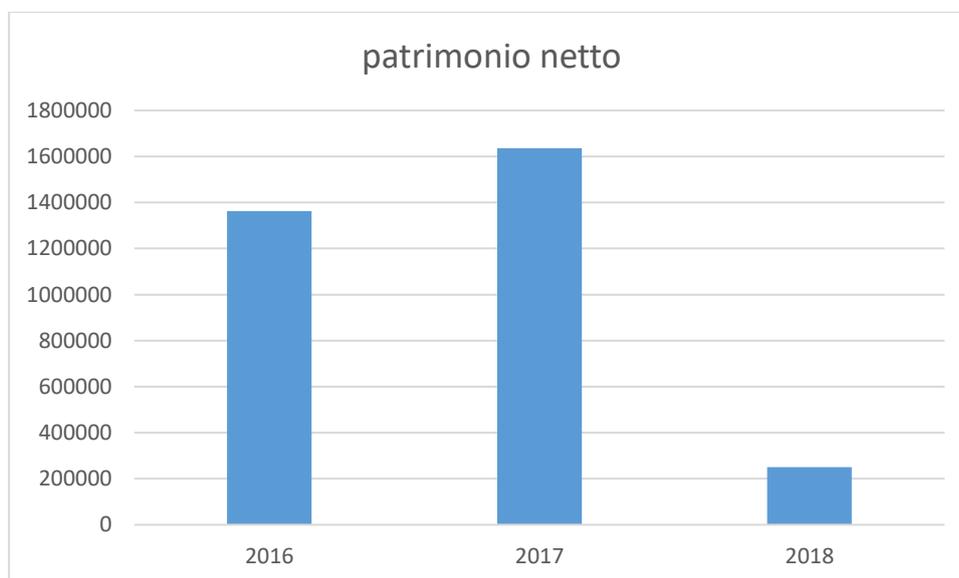
Il tasso di crescita del fatturato si è praticamente azzerato nell'ultimo, anno dopo aver assunto un valore del 10% tra il 2016 ed il 2017.



D'altro canto il costo delle materie prime, come già evidenziato in precedenza, è aumentato ogni anno di circa il 20%, rendendo indispensabile ed inderogabile per la sopravvivenza stessa dell'azienda l'ottimizzazione degli approvvigionamenti delle materie prime, sia in termini di efficienza logistica che di costo medio unitario.

Per quel che riguarda la situazione debitoria essa permane abbastanza critica, sebbene il livello assoluto dei debiti risulti praticamente invariato nei tre esercizi analizzati, pur tuttavia è volontà del management consolidare l'esposizione debitoria bancaria, concentrando l'attività, attualmente polverizzata in una miriade di istituti di credito, in pochi e selezionati rapporti contrattuali.

È opportuno notare, inoltre, che il quoziente di indebitamento si è decuplicato nell'ultimo esercizio, in quanto, come si evince dal grafico sottostante, il patrimonio netto si è praticamente azzerato.



Per quanto riguarda la struttura patrimoniale, inoltre, va evidenziato come il margine di struttura assuma valori positivi, dal momento che il valore delle immobilizzazioni si è fortemente ridotto, in seguito a operazioni di lease-back effettuate nel corso del 2017.



Per quanto riguarda infine l'analisi di liquidità, il relativo indice assume nel 2018 un valore inferiore ad uno denotando una situazione abbastanza preoccupante.

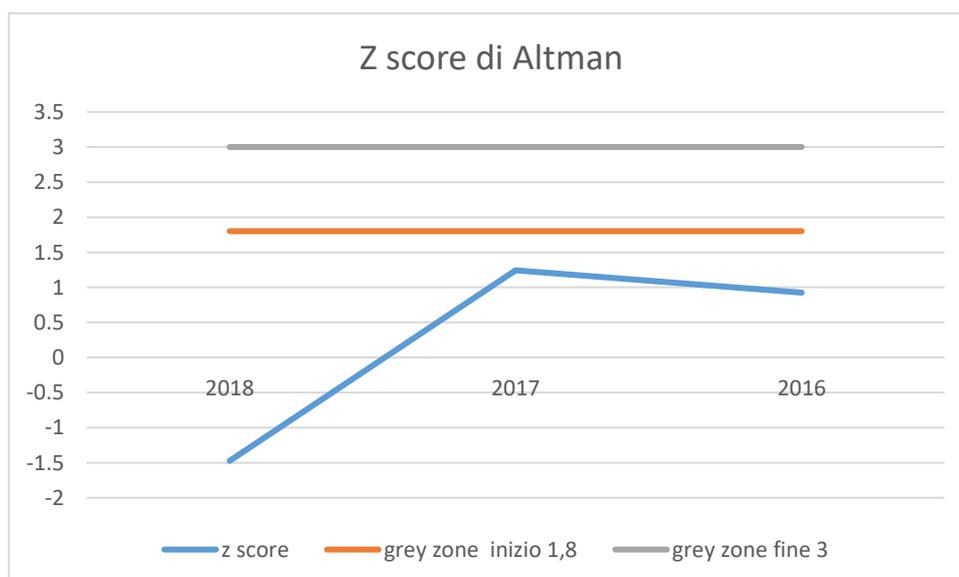
Z- Score

Al fine di ottenere una valutazione completa e ponderata sullo stato di crisi aziendale, applichiamo il modello mono-indice Z-score di Altman utilizzando la formula seguente:

$$\mathbf{Z\text{-SCORE} = 1,2*X1 + 1,4*X2 + 3,3*X3 + 0,6*X4 + 1*X5}$$

Dove:

fattore	descrizione	2018	2017	2016
X1	Capitale circolante netto /Totale Attivo	0,097386221	0,34895005	0,135335
X2	Utile non distribuito /Totale Attivo	-0,490735735	0,056425479	0,003532
X3	EBIT/Totale Attivo	-0,447350374	0,079660651	0,024764
X4	Valore di mercato del capitale/ Totale Passività	0,103161932	0,528408794	0,547078
X5	Ricavi/Totale Attivo	0,83509385	0,480959495	0,525796
z-score		-1,149431787	1,242614884	0,926227



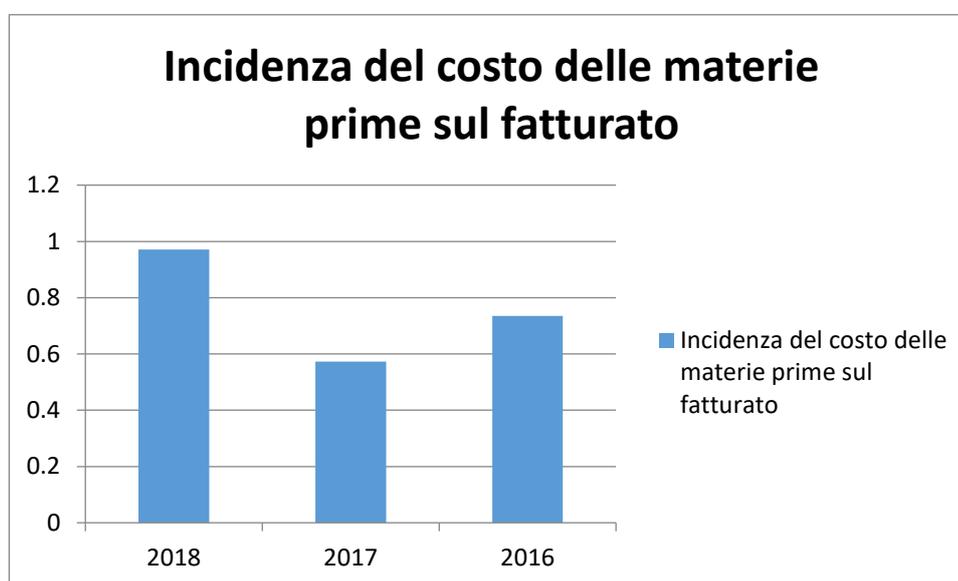
Dal grafico si può evidenziare come in tutti gli anni considerati, lo Z-Score assuma valori nella zona di insolvenza e crisi aziendale.

4.3.1 Proposte strategiche per il ritorno alla creazione del valore dell'azienda Elettra S.r.l.

L'impresa Elettra S.r.l dopo aver vissuto circa 20 anni di fiorente attività, si ritrova negli ultimi tre anni (2016-2018) ad affrontare un periodo di crisi, principalmente per due fattori:

- impossibilità di riuscire a trasferire sul prezzo finale di vendita l'aumento del costo delle materie prime;
- mancato adeguamento all'evoluzione delle normative del settore di riferimento.

L'aumento del prezzo delle materie prime (in primis rame), se non scaricato sul prezzo di vendita dei prodotti, porta inevitabilmente ad un calo della redditività d'impresa. Si nota, infatti, che l'incidenza del costo delle materie prime sul fatturato è aumentato di circa 40% dal 2017 al 2018, raggiungendo il 90% dello stesso.



Ad aggravare la situazione è l'elevata maturità del mercato di riferimento. Nello specifico, la saturazione del mercato dei cavi elettrici, unitamente all'elevata concentrazione nel settore, provoca un pericoloso gioco al ribasso sui prezzi dei prodotti offerti dalle imprese, al fine di conquistare vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti. L'impresa quindi, per poter incrementare le performance aziendali, dovrebbe, in primis, attuare delle misure di cost rentrenchment. Tagliare i costi delle materie prime permetterebbe di fissare un prezzo minore nei confronti della clientela, in modo da poter aggredire maggiormente il mercato di riferimento. L'obiettivo principale, quindi, consiste nella ricerca di fornitori in grado di offrire le materie prime al minor costo possibile, massimizzando così l'efficienza aziendale. D'altro canto sarebbe opportuno valutare anche la partecipazione ad un gruppo di acquisto, in forma cooperativa o consortile, al fine di ottimizzare l'approvvigionamento, tramite la minimizzazione dei costi delle forniture (dovute alle maggior economie di scala prodotte dall'acquisto di grandi volumi di materie prime), e ad una maggior efficienza della logistica in entrata.

Un altro, non trascurabile, punto di debolezza dell'impresa consiste, come evidenziato, nel mancato adeguamento alle evoluzioni normative del settore, che ha causato una riduzione dei ricavi. Nello specifico, nel settore dei cavi elettrici, in materia di sicurezza nell'utilizzo dei dispositivi, è stato introdotto dal 1° Luglio 2017 l'obbligo della marcatura CE, tramite la sottomissione dei cavi a dei test antifluoco prima dell'installazione, in seguito all'entrata in vigore del Regolamento (UE) 205/2011 (CPR). Mostrandosi inerte nei confronti delle esigenze normative provenienti dall'esterno, l'azienda non ha instaurato una politica di cambiamento dei processi all'interno dell'organizzazione, provocando quindi un forte calo dei ricavi, conseguenti alla perdita di numerosi clienti. Si rende pertanto necessario indirizzare con la massima priorità l'impresa verso il soddisfacimento dei requisiti di sicurezza provenienti dalle direttive dell'Unione europea, ciò attraverso una pesante trasformazione dei processi interni di produzione. Per facilitare tale cambiamento, potrebbe risultare indispensabile un cambio del management. Una maggior propensione al cambiamento da parte di un nuovo amministratore delegato potrebbe portare ad una trasformazione radicale dei processi aziendali al fine di poter essere in linea con gli standard normativi. Obiettivo principale della politica seguita dall'amministratore delegato entrante, oltre al soddisfacimento dei requisiti normativi, potrebbe essere quella di rinnovare la strategia imprenditoriale trasformando la proposta di offerta del prodotto in una vera e propria offerta di valore. In particolare, Elettra S.r.l, non si limiterà semplicemente alla vendita dei cavi elettrici, ma anche alla predisposizione di servizi aggiuntivi quali, la messa a disposizione della documentazione normative e/o tecniche relativa alla fornitura che potrebbe essere facilmente reperibili anche su sito internet aziendale.

5. Conclusioni

In virtù di quanto esposto, è facile comprendere che la crisi d'impresa è un tema molto delicato che richiede un'analisi dettagliata sotto vari aspetti.

In primis l'elemento più importante è la tempestività nel comprendere e quindi reagire alle minacce provenienti sia dall'interno che dall'esterno dell'impresa: più velocemente ci si attiva per gestire una minaccia di crisi, maggiori sono le probabilità di successo delle azioni di turnaround. Richiamando l'Analisi Z-Score, è necessario quindi agire già quando l'impresa si trova nella "grey zone", ovvero nella zona di incertezza, evitando di arrivare al declino senza aver posto in essere alcuna azione correttiva.

D'altro canto, il nuovo codice della crisi d'impresa mette a disposizione delle importanti novità per gli imprenditori introducendo novità relative sia agli istituti giuridici per il superamento della crisi sia alle procedure di allerta, attraverso il ruolo attivo dell'organo di composizione assistita della crisi, che non si limita alla semplice supervisione ma mostra un atteggiamento proattivo, di tipo assistenziale e consulenziale. Tuttavia l'uso degli strumenti giuridici è una condizione necessaria ma non sufficiente per il superamento della crisi aziendale: è indispensabile attuare altresì una strategia di turnaround mirata. In altri termini, per elaborare una strategia di turnaround di successo bisogna innanzitutto analizzare le cause che hanno portato al declino dell'azienda, tramite lo studio degli indici di bilancio e l'utilizzo dei modelli di previsione della crisi, e secondariamente porre in essere le opportune azioni correttive.

Ad esempio, come si evince dall'analisi dei tre casi aziendali proposti, risulta evidente che:

- per l'azienda Gold Angels attraverso l'analisi del ROS si è individuato che il problema aziendale risiede nel generare un margine aziendale che consenta l'equilibrio economico finanziario dell'impresa. Per il ritorno alla creazione del valore è stata proposta quindi il rafforzamento della brand identity aziendale e, parallelamente, l'implementazione di una strategia di integrazione a valle, attraverso la distribuzione diretta dei propri prodotti (creazione di store monomarca, acquisizione di gioiellerie e bigiotterie, piattaforme e strategie di e-commerce);
- per l'azienda Salumi Tuoi, attraverso l'analisi dell'incidenza degli oneri diversi di gestione sul fatturato è emerso che l'azienda mostra forti difficoltà dovute all'aumento eccessivo della perdita su crediti. Per il ritorno alla creazione del valore è stato proposto un cambiamento radicale del modello di business dell'impresa attraverso l'entrata nel mercato "bio";
- per l'azienda Elettra, infine, attraverso l'analisi dell'incidenza dei costi delle materie prime sul fatturato è risultato evidente che l'impresa presenta non solo una riduzione dei ricavi di vendita, dovuti al mancato adeguamento alle normative di settore, ma anche delle forti difficoltà dovute all'improvviso aumento del prezzo delle materie prime, accompagnato all'eccessiva concentrazione del mercato. È stata proposta quindi una strategia di taglio dei costi di approvvigionamento e un necessario adeguamento alle normative in essere.

Dall'analisi dei diversi casi di crisi d'impresa scaturisce quindi in maniera evidente che non esistono soluzioni omogenee per la stessa determinante di crisi. Per delineare una strategia di turnaround di successo è necessario prendere in considerazione diversi elementi fra loro interconnessi, in primis l'analisi del settore di riferimento, dei competitor e del target di clientela. Nonostante la dottrina fornisca numerosi contributi teorici che cercano di strutturare e schematizzare le strategie da mettere in atto per il ritorno alla creazione del valore, è opportuno ricordare che ogni caso aziendale richiede un'analisi ed una sua soluzione specifica.

BIBLIOGRAFIA

- A. FALINI, La crisi di impresa e le sue cause: un modello interpretativo.
- Abebe, Angriawan, Liu, CEO Power and Organizational Turnaround in Declining Firms: Does Environment Play a Role?
- Backman, M. Overseas Chinese Business Networks in Asia.
- Barker VL III, Duhaime IM. 1997. Strategic change in the turnaround process.
- Barker, V. L., III, & Mone, M. A.. Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline? Strategic Management Journal.
- Barker.V, Duhaime. I.M. Strategic change in turnaround process: Theory and empirical evidence.
- Barney, J. B. Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. Management Science.
- Barr, P.; J.L. Stimpert; and A.S. Huff. 1992. "Cognitive Change, Strategic Action and Organisational Renewal."
- Bertoli.G (2000), Crisi D'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore.
- Bibeault DG. Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers into Winners.
- Boeker, W. 1992. "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top.
- Chen MJ. 2001. Inside Chinese Business: A Guide for Managers Worldwide. Harvard Business School Press: Boston, MA.
- Clayton M. Christensen, The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail
- Confindustria (2016), La trasformazione competitiva digitale, Le leve di politica industriale per la crescita.
- D.Adda. C, La crisi finanziaria globale 2008-2009.
- Da J.K. Galbraith, Il grande crollo, Ed. BUR (2009).
- Denrell J, Fang C, Winter SG. 2003. The economics of strategic opportunity.
- DeWitt, R. (1998). 'Firm, industry, and strategy influences on choice of downsizing approach'. Strategic Management Journal.
- DeWitt, R. L. 1993. The structural consequences of downsizing. Organization Science.
- DeWitt, R. L. 1998. Firm, industry, and strategy influences on choice of downsizing approach. Strategic Management Journal.
- Di Lazzaro F., Musco G., ed: Giappichelli Analisi Aziendale.
- Di Lazzaro F., Musco G., ed: Giappichelli Analisi Aziendale.
- Dodge, H. R., Fullerton, S., & Robbins, J. E. 1994. Stage of the organizational life cycle and competition as mediators of problem perception in small businesses. Strategic Management Journal.
- Donaldson, G. 1990. Voluntary restructuring: The case of General Mills. Journal of Financial Economics.
- Dorigato.P, Aldrighetti.F, Gestione della crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione (2009)
- E. Peruffo Le strategie di Turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo.
- Finkelstein, S. 2003. Why Smart Executives Fail.
- Flatters.P, Wilmott, M Understanding the post-recession consumer

Folta, T. 1998. Governance and uncertainty: The trade-off between administrative control and commitment. *Strategic Management Journal*.

Fontana.F, Boccardelli.P Corporate Strategy, Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita.

G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan TURNAROUND IN EAST ASIAN FIRMS: EVIDENCE FROM ETHNIC OVERSEAS CHINESE COMMUNITIES.

G.D. Bruton, D. Ahlstrom, J C. C. Wan; Turnaround Success of Large and Midsize Chinese Owned Firms: Evidence from Hong Kong and Thailand.ng.Y.M, Tung.R. L. Achieving business success in Confucian society. The importance of guanxi.

Giuseppe Verna, IL NUOVO CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL'INSOLVENZA

Harrigan, K. R. 1980. *Strategies for declining businesses*. Lexington, MA: Lexington Books.

Harrigan, K. R. 1988. *Managing maturing businesses*. Lexington, MA: Lexington Books.

Hitt MA, Harrison JS, Ireland RD. 2001. *Mergers and Acquisitions: Creating Value for Stakeholders*.

Hitt MA, Harrison JS, Ireland RD. 2001. *Mergers and Acquisitions: Creating Value for Stakeholders*

Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. 1993. Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy. *Strategic Management Journal*.

Huy, Emotional balancing of organizational continuity and radical change: the role of middle management.

J.L. Morrow Jr, Richard A. Johnson, Lowell W. Busenitz The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment.

Kane & Cunningham, *Leadership changes and approaches during company turnaround*,2014.

Kao, J. The world wide web of Chinese business.

Khurana, R. 2002. Searching for a Corporate Saviour: The Irrational Quest for Charismatic CEO's.

Ko, Yu-Chien; Fujita, Hamido; Li, Tianrui. An evidential analysis of Altman Z-score for financial predictions.

Kogut, B., & Zander, U. Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology. *Organization Science*.

L. GUATRI, Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore. Milano, Egea, 1995

L.Sicca, Strategie competitive. Concetti e strumenti di analisi

Lane PJ, Lubatkin MH. 1998. Relative absorptive capacity and interorganizational learning.

March J., "Exploration and Exploitation in Organizational Learning".

Miles,G.,Snow,C.C.,&Sharfman,M.P..Industryvarietyandperformance.StrategicManagementJournal, 14(3).

Morrow JLJR, Sirmon D, Hitt MA, Holcomb T. 2007. Creating value in the face of declining performance: firm strategies and organizational recovery.

Morrow Jr, Richard A. Johnson, Lowell W. Busenitz. The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment.

Ndofor, Barker SOFTWARE FIRM TURNAROUNDS IN THE 1990S: AN ANALYSIS OF REVERSING DECLINE IN A GROWING, DYNAMIC INDUSTRY.

O'Kane, Cunningham Turnaround leadership core tensions during the company turnaround process.

Peruffo.E Le strategie di Turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo.

Petran (2008), An exploration study of executive transformational leadership, wisdom and emotional intelligence in management process turnarounds situations.

Porter, M. E. 1980. Competitive strategy. New York: Free Press.

Robbins. D.K, Pearce, J.A Turnaround: Retrenchment and recovery.

Rumelt R.P., "Towards a Strategic Theory of the Firm".

Santini R., "*Piani finanziari e valore d'impresa*", 2007.

Schendel, D.E, Corporate Turnaround strategies: A study of profit decline and recovery.

Schmitt & Raisch, Corporate turnaround: the duality of Retrenchment and Recovery, 2013.

Sergio della Rocca, Francesco Grieco .Il codice della crisi d'impresa. primo commento al d.lgs. n. 14/2019.

Sirmon DG, Hitt MA, Ireland RD. 2007. Managing firm resources in dynamic environments to create value: looking inside the black box.

Standifird, S.S, Marshal, R.S. The transaction cost average of Guanxi based business practise.

Tushman e Anderson 1986, Technological discontinuities and organization environment.

W. Chan Kim, Renèe Mauborgne, Blue Ocean Strategy.

W. McKinley, Organizational decline and innovation: Turnaround and downward spirals.

WIPO (World Intellectual property organization), Global Innovation Index 2018

ABSTRACT

La crisi d'impresa. Cause esterne ed interne.

La crisi d'impresa rappresenta un tema di grande attualità, soprattutto a causa del contesto incerto e dinamico in cui le aziende si trovano ad operare. Ricordiamo, infatti la crisi economica del 2008 che ha raggiunto il suo apice nel 2013 i cui effetti sono ancora oggi molto visibili.

Sebbene non esista in letteratura una definizione univoca di crisi aziendale, possiamo inquadrare il concetto definendo la crisi d'impresa come uno stato patologico aziendale che si può manifestare tramite il default o l'insolvenza, ed è seguita o dal ripristino delle condizioni di economicità dell'impresa o dalla cessazione dell'attività.

Distinguiamo le cause delle crisi d'impresa in due categorie:

- le cause esterne;
- le cause interne.

Tra le **cause esterne** ricordiamo :

La crisi finanziaria dei mercati.

La crisi finanziaria si manifesta quando la domanda di denaro, sotto forma di capitali da parte delle aziende è superiore rispetto all'offerta da parte delle banche e degli investitori. La crisi finanziaria è una delle più svariate situazioni dove attività finanziarie tendono a perdere gran parte del loro valore nominale. Altre

situazioni che vengono spesso chiamate crisi finanziarie includono i crolli delle borse e lo scoppio di altre bolle finanziarie, crisi valutarie e inadempienze sovrane.

Molto spesso essa può derivare da errori di investimento causati a loro volta dalla mancanza di conoscenza e dalla non perfetta razionalità dell'essere umano. Le conseguenze della crisi finanziaria del medio-lungo termine possono essere drastiche. I prezzi delle azioni aumentano e anche quelli delle materie prime. Inoltre lo stato di salute delle banche e degli istituti di credito tende a peggiorare, tutto ciò è seguito da una sempre maggior difficoltà a concedere prestiti a individui e imprese. Ne consegue per queste ultime una contrazione dei ricavi e una maggior pressione dei costi.

La rivoluzione digitale.

L'innovazione è considerata oggi giorno, uno dei principali motori dell'economia capitalista. Infatti, attualmente, il successo economico di un determinato paese dipende anche dall'abilità delle imprese operanti di assorbire le opportunità derivanti dalla diffusione delle nuove tecnologie. Le nuove tecnologie avanguardistiche ridimensionano le condizioni di concorrenza esistenti, nei vari paesi, trasformando la catena del valore e impattando sui fattori critici di successo di un'industria. In questo contesto assistiamo all'interposizione di due regimi: il primo caratterizzato da imprese dominanti che, attraverso l'uso di funzionalità più avanguardistiche in ambito tecnologico, ridimensionano le regole del settore in cui operano, il secondo caratterizzato dalle cosiddette imprese “*disruptive*”, che introducono nel mercato nuove ma più semplici tecnologie, di gran lunga meno costose, ottimizzando il rapporto qualità prezzo. A questo punto le imprese “*incumbent*” caratterizzate da modelli di business convenzionali e routinari, non riescono a percepire la minaccia competitiva. Tale disattenzione, molto spesso è il primo passo verso una situazione di declino.

Mutamento delle tendenze di consumo

Il cambiamento delle tendenze di consumo, è un tema di particolare rilevanza, in quanto strettamente legato con quello della crisi economica, ovvero della recessione. La crisi economica, provoca degli effetti significativi sui comportamenti dei compratori, modificando determinati trends di consumo. Tali effetti possono essere di varia intensità; in molti casi sono brevi e superficiali e non portano a cambiamenti radicali; altri possono essere catastrofici soprattutto se influiscono anche sul panorama normativo e regolatorio, provocando dei danni sia alle imprese che ai consumatori. Qualora il management non fosse in grado di percepire questo mutamento delle tendenze di consumo, si potrebbero verificare effetti negativi sulle performance aziendali, dovuti, in gran parte, alla perdita dei clienti principali e successivamente dalla contrazione dei ricavi aziendali.

Tra le **cause interne** ricordiamo :

Inadeguatezza della Corporate Governance

La necessità di ricorrere ad una ristrutturazione, molto spesso, è il risultato di una gestione non efficiente del *board* di un'impresa. La qualità del sistema di *governance* aziendale condiziona la performance dell'impresa e, in caso di declino della stessa, può accelerarne il decorso ed incidere concretamente sul rischio di default. Sussistono molti fattori che incidono sull'adeguatezza del *board* di un'azienda. Un primo fattore è la composizione del *board*. Questo fattore è importante perché influisce sulla convenienza delle scelte strategiche messe in atto da un'azienda. Molte volte un numero elevato di “outsiders” rispetto a quelli “insiders”, all'interno del *board*, nonostante la loro funzione sia salvaguardare gli investimenti degli azionisti, può portare a livelli alti di inefficienza nella gestione aziendale. Meccanismi di *governance* inefficienti portano, quindi, l'impresa a formulare scelte strategiche subottimali che, distruggendo valore, determinano la necessaria conseguenza di dover procedere a immediate azioni di ristrutturazione e disinvestimenti.

Incapacità del management di effettuare previsioni future

L'incapacità dei membri esecutivi del consiglio di amministrazione di effettuare previsioni future, risulta essere un altro fattore di crisi. Nell'attuale contesto altamente dinamico, non sempre il management riesce a prevedere le tendenze del mercato e dell'ambiente in cui l'impresa opera. Questo è da ricercarsi anche dalle cause esterne sopra citate. Anche i più grandi manager hanno fallito nel non percepire l'impatto “*disruptive*” della risoluzione digitale, e del mutamento delle tendenze di consumo.

Scarsa comunicazione tra i vari livelli manageriali.

Spesso i problemi comunicazionali all'interno dell'impresa vengono sottovalutati, quando invece molto spesso possono essere un campanello d'allarme per un declino d'impresa. Tali problemi possono presentarsi sotto vari aspetti. In primo luogo si potrebbe assistere ad un disallineamento tra gli obiettivi individuali dei singoli dipendenti all'interno dell'azienda, e gli obiettivi definiti a livello “corporate”. Il secondo problema consiste nella non chiarezza delle informazioni recepite dai dipendenti all'interno dell'organizzazione. Le informazioni diffuse dai manager dovrebbero essere chiare e precise, con l'obiettivo di minimizzare lo stato di confusione tra i dipendenti. Infine si potrebbero riscontrare problematiche anche nella non possibilità da parte dei dipendenti di poter esprimere un proprio feedback durante il loro percorso lavorativo.

Elevato indebitamento

Cercare di creare un giusto equilibrio tra capitale proprio e capitale di debito in termini di investimento è di fondamentale importanza. Un elevato indebitamento può portare ad uno squilibrio della struttura finanziaria dell'impresa. Per verificare che l'impresa abbia una struttura finanziaria ben equilibrata, e quindi un giusto rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio si utilizza l'indice di indebitamento.

$$D/E = \frac{\text{Debiti Finanziari}}{\text{Mezzi propri}}$$

Tale rapporto rappresenta proprio la leva finanziaria che esprime a sua volta la capacità dell'indebitamento di fungere in determinate condizioni da moltiplicatore delle redditività aziendale. L'effetto moltiplicativo è della differenza tra la redditività del capitale investito e del costo del capitale preso a prestito. Attraverso l'uso di questa leva, un'impresa ha la possibilità di aumentare la redditività del capitale proprio investito nell'attività aziendale solo se però la redditività del capitale investito è superiore rispetto al costo del capitale. Aumentare eccessivamente il leverage avrà delle ripercussioni negative sul "ROE" se il costo del capitale supera la redditività dell'investimento. È intuitivo comprendere, quindi, come questo, in casi estremi, possa portare al fallimento dell'azienda.

Inerzia della struttura organizzativa

Combattere l'inerzia, favorendo un cambiamento continuo, cercando di costruire organizzazioni sempre più flessibili, è diventata una delle più grandi sfide delle imprese soprattutto quando il contesto competitivo lo rende necessario. L'inerzia è un problema pervasivo che le organizzazioni affrontano nonostante frequenti richieste di cambiamento e flessibilità da parte delle diverse parti interessate. Le attività routinarie producono una resistenza al cambiamento inevitabile da parte sia dei singoli individui, ma anche dell'organizzazione nel suo complesso, limitando così il grado di flessibilità aziendale. La riduzione di tale flessibilità porta inevitabilmente ad una difficoltà di adattamento della strategia aziendale all'ambiente esterno.

2. Istituti giuridici per il superamento della crisi aziendale. Il nuovo codice della crisi d'impresa.

Nell'ambito degli istituti giuridici per il superamento della crisi aziendale è opportuno prendere in esame il nuovo codice della crisi d'impresa che entrerà in vigore il 15 agosto 2020. Il nuovo codice esprime una diversa filosofia rispetto alla "vecchia" legge fallimentare, in quanto orientato al proseguimento dell'attività imprenditoriale tramite l'introduzione di strumenti di allerta in grado di far emergere tempestivamente lo stato di crisi di impresa e di insolvenza dell'imprenditore, per consentire alle imprese in difficoltà economico/ finanziaria di ristrutturarsi in una fase precoce del declino, ma anche con la finalità di rendere meno traumatico lo stato di fallimento, quando quest'ultimo è inevitabile. La vera "anima" della riforma della legge fallimentare è rappresentata dalla preferenza da parte del nuovo codice dello strumento negoziale e di risoluzione della crisi d'impresa rispetto a quello giudiziale maggiormente orientato alla disgregazione. Il nuovo codice della crisi di impresa quindi introduce una fase preventiva di allerta volta ad anticipare l'emersione della crisi, intesa come uno strumento di sostegno che oltre a individuare le cause della crisi d'impresa si pone l'obiettivo di offrire un servizio di composizione assistita della crisi.

Secondo il nuovo codice, rientrano nella categoria degli strumenti di allerta gli obblighi di segnalazione di crisi posti a carico sia dell'imprenditore che di soggetti altamente qualificati quali gli organi societari di

controllo, il revisore contabile o la società di revisione. Il primo è tenuto a rispettare i cosiddetti obblighi organizzativi, cioè deve adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato della crisi e assumersi le iniziative necessarie a farvi fronte. Gli organi societari di controllo e il revisore contabile invece devono tener conto degli obblighi di segnalazione. Essi hanno il duplice dovere di verificare che l'organo amministrativo monitori costantemente l'adeguatezza dell'assetto organizzativo dell'impresa e assicuri un equilibrio economico-finanziario dell'impresa, nonché di segnalare allo stesso organo amministrativo l'esistenza di fondati indizi della crisi.

L'OCRI è l'organismo di composizione della crisi d'impresa che ha diversi compiti:

- ricevere segnalazioni dagli organi di controllo o da i creditori qualificati, in caso di sintomi fondati di crisi d'impresa;
- gestire la fase di allerta;
- assistere l'imprenditore nella composizione assistita della crisi, per le imprese diverse da quelle minori.

La fase di valutazione da parte di tale organo è di fondamentale importanza, perché è proprio dalla suddetta fase che dipende il destino dell'impresa. Se l'organo ritiene che non sussista una situazione di crisi, il collegio dispone l'archiviazione delle segnalazioni ricevute, dandone comunicazione agli organi di controllo dell'impresa; se invece la valutazione dei dati acquisiti dall'OCRI conferma l'esistenza fondata di una situazione di crisi, il collegio degli esperti individua con il debitore le misure che appaiono idonee per il suo superamento e per il soddisfacimento dei creditori.

Gli indicatori individuati, in particolare quelli suggeriti dal nuovo codice, dovrebbero riuscire a dare agli organi d'impresa una visione chiara e prospettica delle performance aziendali e quindi di un eventuale situazione di crisi. Nel particolare tali indici devono evidenziare:

- la sostenibilità dei debiti dell'impresa per almeno i 6 mesi successivi;
- le prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o per i 6 mesi successivi quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a 6 mesi;
- i ritardi dei pagamenti.

Gli indicatori di sostenibilità devono essere in grado di verificare se l'imprenditore è in grado di tenere fede alle obbligazioni contratte con i creditori principali. La norma fa un chiaro riferimento ad uno strumento di indagine, di analisi e di informazione nella tecnica economico finanziaria: i flussi di cassa prospettici.

La continuità aziendale esprime la capacità dell'impresa di realizzare le attività e far fronte alle passività durante le attività aziendali. In base al presupposto della continuità aziendale un'impresa viene considerata in grado di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro e tale presupposto deve essere considerato dagli amministratori nella redazione del bilancio e coprire un periodo non inferiore a 12 mesi.

Al fine di verificare che l'impresa stia rispettando i parametri relativi al principio di continuità, analizzare la liquidità aziendale tramite l'uso di indicatori che esprimano la capacità dell'impresa di far fronte agli impieghi di breve periodo, è di primaria importanza.

Il codice, fa riferimento anche ai ritardi dei pagamenti da parte dell'impresa.

Introduciamo l'indice di tempestività dei pagamenti.

$$\text{Indice di tempestività dei pagamenti} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i f_i}{\sum_{i=1}^n f_i}$$

L'indicatore di tempestività dei pagamenti è definito in termini di ritardo medio di pagamento ponderato in base all'importo delle fatture.

Uno modelli più utilizzati per analizzare lo stato di salute di un'impresa è il modello Z-Score di Altman.

Obiettivo principale di questo modello è di dividere le imprese in due macro-categorie: le imprese sane e le imprese insolventi. Per fare ciò, è necessario confrontare il valore Z-score, con il valore Z cut-off, cioè il valore discriminante tra aziende sane e aziende insolventi Il valore discriminante Z- score, è il risultato di una somma di diverse variabili, ritenute rappresentative dello stato di salute aziendale, ognuna delle quali ponderata per uno specifico peso. Più lo Z-Score è basso, più la società in questione è a rischio fallimento, più lo Z-Score è alto, più la società naviga in “acque tranquille”.

Per accordi di ristrutturazione dei debiti si intende una procedura giudiziale, con la quale un imprenditore, titolare di un'azienda in crisi decide di tentare il suo superamento attraverso un piano economico-finanziario, e per la sua attuazione un accordo, che può variare in base al contenuto, con i creditori che rappresentino almeno il 60% dei suoi debiti.

Il legislatore ha introdotto, accanto agli accordi di ristrutturazione propriamente detti “ordinari”, due diverse procedure di accordo per la ristrutturazione dei debiti: gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa e gli accordi di ristrutturazione agevolati. Gli accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa consistono nella facoltà concessa al debitore di estendere i vincoli contrattuali derivanti da accordi con una maggioranza qualificata, ad una minoranza non aderente. Gli accordi di ristrutturazione agevolati invece rappresentano una procedura del tutto nuova tra gli istituti di regolazione della crisi d'impresa. La logica di questi accordi consiste nella riduzione alla metà, ovvero dal 60% al 30%, della percentuale minima dei creditori aderenti.

Due presupposti devono sussistere affinché gli accordi di ristrutturazione agevolati godano di valenza giuridica.

- Il debitore deve rinunciare alla convenzione di moratoria dei creditori estranei agli accordi
- Il debitore deve rinunciare a richiedere misure protettive temporanee.

Il concordato preventivo è uno strumento che mette a disposizione la legge al supporto dell'imprenditore commerciale, tramite il quale il debitore in stato di insolvenza può negoziare con i creditori principali, per il soddisfacimento totale o parziale di questi ultimi al fine del proseguimento dell'attività aziendale, evitando così la liquidazione giudiziale. Il legislatore, ancora una volta, con il concordato in continuità aziendale,

mostra avere una preferenza verso l'opzione della prosecuzione dell'attività aziendale, al fine di preservare le imprese in crisi, e mantenere elevato il livello occupazionale.

Il concordato preventivo in continuità aziendale non è più considerato come uno strumento liquidatorio, ma come un istituto che prevede l'attuazione di strategie di risanamento al fine del mantenimento dei valori aziendali.

3. Le strategie di turnaround

Molte organizzazioni entrano in uno stato di declino poiché non riescono ad anticipare, riconoscere e adattarsi a pressioni provenienti sia dall'interno che dall'esterno che minacciano l'esistenza dell'impresa stessa.

Le strategie di turnaround rappresentano quindi un'opzione di risposta a queste pressioni, in quanto mirano ad attenuare tali minacce al fine di recuperare il valore perso nel tempo, con effetti positivi sulle performance aziendali. La scelta principale dell'imprenditore in stato di crisi riguarda, però, l'opzione tra risanamento e liquidazione. L'imprenditore, per svolgere un'accurata analisi a supporto del processo decisionale, al fine di gestire nel migliore dei modi le situazioni di crisi aziendale, si serve di modelli di valutazione economico finanziaria. Secondo tali modelli, la liquidazione viene preferita alla ristrutturazione solo quando l'impresa vale più morta che viva, quando cioè il valore recuperabile in caso di liquidazione è superiore al valore economico dell'impresa dopo la ristrutturazione. Al contrario invece, viene preferita la ristrutturazione quando il valore recuperabile dall'impresa risanata è maggiore rispetto al valore liquidabile dell'impresa.

Il modello proposto (*Discounted Cash Flow*) consente di calcolare il valore dell'impresa tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa generati in futuro dall'impresa in sede di ristrutturazione, utilizzando il metodo *asset side*. Attualizzando i flussi di cassa futuri quindi, saremo in grado di conoscere quale sarà il valore dell'impresa al netto dei sacrifici economici richiesti in sede di ristrutturazione e confrontando il risultato con i *pay-off* derivanti dalla liquidazione, sarà possibile valutare la convenienza del piano.

Le misure di risanamento aziendale messe in atto dall'azienda per far fronte ad una situazione di declino e riportare a livelli soddisfacenti la performance aziendale possono essere scomposte in due macro categorie: le azioni operative (*retrenchment*) e le azioni strategiche (*recovery*).

- Le azioni operative (*retrenchment*) mirano ad ottimizzare l'efficienza aziendale tramite riduzioni di costo e talvolta anche tramite la dismissione di asset.
- Le azioni strategiche (*recovery*) mirano ad ottimizzare la struttura strategica dell'impresa presumendo un nuovo modo di competere nel business esistente o l'entrata in un nuovo business. In sintesi, le azioni di *recovery* ridefiniscono le strategie competitive e i modelli di business dell'impresa.

L'obiettivo principale delle misure di **retrenchment** si concretizza nel raggiungimento di una posizione finanziaria riequilibrata attraverso il risparmio dei costi e la dismissione di asset. Nello specifico si tratta di azioni relativamente semplici da implementare nel tentativo di riportare l'azienda in un'immediata condizione di stabilità economica e finanziaria.

Esse si dividono in:

- **Cost retrenchment**, interpretato come il processo di riduzione dei costi (spese amministrative, costo del personale, costi di marketing, interessi finanziari, costi di ricerca e sviluppo, costi indiretti ecc...), seguita da una riorganizzazione dei processi
- **Asset retrenchment**, interpretato come il processo di recupero della performance aziendale tramite la dismissione di asset.

Dato che l'ambiente competitivo può avere un impatto significativo sulle imprese operanti, è da considerare di fondamentale importanza quando si considera la strategia di turnaround di un'azienda. Da ciò è possibile dedurre che le imprese affrontano sfide diverse a seconda del settore in cui operano. Le imprese operanti nelle industrie mature misurano il valore creato tenendo conto dei flussi di cassa generati negli anni futuri di riferimento. Le imprese operanti in un settore in crescita invece sono maggiormente interessate al valore generato da eventuali opportunità, rilevate tramite attività di ricerca e sviluppo, che potrebbero essere sfruttate per ottenere un vantaggio competitivo nell'industria di riferimento. Infine le imprese che operano in un settore in declino sono interessate maggiormente allo sfruttamento delle risorse più preziose. È facile comprendere, quindi, che le caratteristiche del contesto competitivo in cui l'impresa opera hanno delle ripercussioni sugli effetti delle strategie di retrenchment messe in atto dall'impresa.

A differenza delle azioni di ridimensionamento aziendale, le azioni di **recovery** consistono nel riposizionamento strategico dell'impresa nel mercato di riferimento. Le azioni di recovery, infatti hanno una vera e propria rilevanza strategica, in quanto ridefiniscono il modo di competere dell'impresa al fine di recuperare il vantaggio competitivo perso nel tempo e di migliorare le performance aziendali.

Secondo la teoria della Resources Based View (RBV), le imprese riescono ad ottenere un vantaggio competitivo nei confronti dei loro principali concorrenti, sfruttando le risorse e competenze a loro disposizione. Le risorse, per far sì che siano funzionali nel raggiungimento di un vantaggio competitivo, devono essere rare, difficilmente imitabili e non sostituibili. La creazione di valore avviene quando le imprese riescono a fornire soluzioni ad esigenze della clientela, meglio dei principali concorrenti, sfruttando le risorse distintive in loro possesso. Così facendo le imprese riescono ad incrementare i profitti a lungo termine tenendo fede alle aspettative degli investitori.

Le imprese in declino, per raggiungere dei risultati positivi in termini di performance aziendali, dovrebbero creare valore, o ricombinando le risorse esistenti o accedendo a risorse provenienti dall'esterno (tramite acquisizioni o alleanze strategiche).

Per comprendere al meglio il funzionamento di una strategia di turnaround aziendale è necessario introdurre il ruolo della governance d'impresa. Durante l'implementazione di una strategia di turnaround, la corporate governance deve affrontare numerose sfide. La più rilevante è quella della gestione della leadership. Uno degli obiettivi di questo trattato, però, è quello di soffermarsi sull'eventuale sostituzione dei membri del TMT (top management team) ed in particolare del Ceo (Chief Executive Officer). Le imprese in declino in procinto di attuare un piano di risanamento aziendale sono solite ritrovarsi dinanzi ad una scelta: sostituire il CEO, oppure attenersi al CEO attuale.

Il calo delle performance aziendali, molto spesso, è il risultato di cambiamenti ambientali sfavorevoli combinati con un'inefficienza organizzativa e strategie competitive inadeguate¹²³. Quando ciò avviene, i dirigenti ed in particolare il CEO vengono ritenuti colpevoli.

Molto spesso, sostituire i membri del top management è propedeutico ad un'implementazione di successo di una strategia di turnaround. Tra i vantaggi più importanti associati ai cambiamenti di leadership, in situazioni di risanamento d'impresa va ricordato:

- maggior propensione al cambiamento da parte del nuovo leader nell'attuazione delle strategie aziendali. I cambiamenti di leadership infatti possono facilitare l'adattamento dell'impresa alle esigenze provenienti dall'ambiente esterno, e l'abbandono di strategie e processi ormai obsoleti;
- capacità del nuovo leader di fornire nuove competenze, know how e prospettive aziendali
- maggior credibilità del processo di risanamento d'impresa.

Tali conclusioni, però non sono unanimi in letteratura. Diversi autori sostengono, infatti che i cambiamenti di leadership ed in particolare del CEO, possano creare confusione e smarrimento e in aggiunta il nuovo CEO potrebbe non avere le conoscenze giuste riguardo i fattori critici di successo dell'impresa, della cultura organizzativa, delle persone e delle tecnologie in uso per poter implementare una strategia di risanamento d'impresa efficiente.

Per comprendere al meglio, i modelli di gestione delle strategie di turnaround è necessario introdurre la strategia dell'oceano blu.

La strategia dell'oceano blu è un modello sistematico che può essere seguito da qualsiasi impresa, per accrescere il proprio valore.

Trattasi di un modello che può essere utilizzato dalle imprese in declino, come tentativo di recuperare il valore perso nel tempo e ottimizzare, quindi, le proprie performance, soprattutto quando la causa del declino consiste nell'eccessiva pressione concorrenziale.

La strategia dell'oceano blu si fonda sull'assunto che il vantaggio competitivo si crea identificando e dando vita ad una nuova domanda di mercato (oceano blu) e soddisfacendola attraverso una nuova curva di valore, rispetto a quella con cui operano i concorrenti dei business esistenti e consolidati (oceani rossi).

¹²³ O'Kane, Cunningham Turnaround leadership core tensions during the company turnaround process.

L'ultimo componente del modello delle strategie di turnaround consiste nell'analisi delle performance, ovvero del risultato delle misure di risanamento aziendali.

In particolare, è importante focalizzarsi sul definire quando una strategia di turnaround viene implementata con successo o meno. Vi è un consenso generale sul fatto che per costituire una ripresa di successo, le misure di performance dovrebbero essere almeno positive o superiori al tasso di rendimento privo di rischio.

Robbins e Pearce (1992) sostennero invece che gli indici da tener conto per valutare il successo di una strategia di turnaround sono il ROI (Return of investment) e il ROS (Return of Sales).

Secondo i loro studi, una strategia di Turnaround è ritenuta di successo se per almeno due anni dall'implementazione delle misure di risanamento si rileva un andamento crescente del ROI e del ROS, in particolare se:

- Il ROI e il ROS raggiungono un valore superiore alla media del settore.
- Il ROI e il ROS raggiungono un valore almeno pari a quello sussistente prima del sovrvenire della crisi¹²⁴.

4. Analisi della crisi aziendale e proposte strategiche per il ritorno alla creazione del valore. Tre casi a confronto

Per meglio supportare quanto esposto, sono stati analizzati tre casi aziendali, relativi ad aziende operanti in differenti settori merceologici, in situazione di crisi economica e per ciascuna sono state elaborate proposte strategiche ad hoc per il miglioramento delle performance aziendali.

L'azienda **Gold Angels**, opera nel settore dei gioielli dal 1953.

Nonostante l'azienda non si trovi in una situazione di dissesto aziendale, mostra degli indici che segnalano una situazione di tensione economico-finanziaria: in un contesto di forte espansione dei ricavi di vendita, infatti, gli indicatori di redditività, pur essendo positivi, tendono ad assumere valori abbastanza modesti.

Si evince, infatti, dall'analisi degli indici dal bilancio, un calo del 2% del ROS, ovvero della redditività delle vendite, nonostante il fatturato sia più che raddoppiato dall'anno 2017 al 2018.

Al fine di aumentare la marginalità aziendale, Gold Angels potrebbe seguire diverse strade, nell'ambito di differenti collocazioni dei prodotti sul mercato di riferimento, attraverso lo sviluppo di un canale di vendita diretto. Nello specifico, l'azienda potrebbe rivolgersi direttamente ai clienti finali attraverso l'apertura di "store monomarca" di proprietà della Gold Angels, sia tramite l'apertura di nuovi punti vendita, che attraverso l'acquisizione di negozi pre-esistenti già facenti parte della sua rete, nonché attraverso lo sviluppo di piattaforme di e-commerce. Inoltre l'impresa dovrebbe incrementare l'investimento sulla propria brand identity, non solo attraverso i canali di comunicazione tradizionali, ma anche e soprattutto con l'utilizzo massivo dei social network (facebook, instagram, etc.) e degli influencer, così da generare un vero e proprio "stimolo" all'acquisto e, più in generale, all'appeal di brand, il più possibile spostato su valori emozionali.

¹²⁴ Robbins. D.K, Pearce, J.A Turnaround: Retrenchment and recovery.

La società **Salumi Tuoi S.p.A.** è una azienda attiva da vari anni nel settore della produzione e distribuzione di salumi ed insaccati in genere.

L'azienda Salumi Tuoi ha vissuto un calo dei ricavi rispetto agli anni precedenti di circa l'11,2% non solo a causa della riduzione dei consumi di salumi a livello nazionale, date le nuove abitudini alimentari maggiormente improntate verso prodotti bio, ma anche della sempre più elevata concentrazione di aziende in questo settore. Tuttavia, da un'attenta analisi di bilancio, si riscontra che la voce più rilevante nell'ambito della crisi di quest'azienda sia quella relativa agli oneri diversi di gestione, che sono aumentati drasticamente dal 2017 al 2018, principalmente a causa del forte incremento delle perdite su crediti, divenuti ormai inesigibili. Si evidenzia infatti un'incidenza degli oneri diversi di gestione del 30% del fatturato, che comporta una perdita d'esercizio notevole ed una conseguente diminuzione rilevante del patrimonio netto.

È necessario porre in essere un turnaround aziendale, attraverso un cambiamento radicale del modello di business. Per un ritorno alla creazione del valore, si ritiene pertanto opportuno valutare l'entrata nel mercato dei prodotti bio, al fine di adeguarsi alle nuove tendenze del mercato alimentari in generale e dei salumi in particolare, abbandonando anche i tradizionali canali di distribuzione che hanno determinato le insolvenze di cui sopra. Gli asset, le risorse e i processi di Salumi Tuoi, quindi dovranno essere riconfigurati per soddisfare la necessità di offrire alla clientela dei prodotti bio. Per poter raggiungere questo obiettivo, l'impresa può seguire tre strade alternative:

- rinnovare la strategia tramite la ricombinazione di risorse interne;
- rinnovare la strategia accedendo a nuove risorse tramite alleanze strategiche con imprese che si occupano della produzione di prodotti bio;
- partecipare ad un consorzio biologico.

La società **Elettra S.r.l.** è presente da circa 20 anni nel settore impiantistico, anche con partecipazioni incrociate con società immobiliari i cui soci fanno parte della medesima famiglia dei soci della Elettra.

L'impresa Elettra S.r.l dopo aver vissuto circa 20 anni di fiorente attività, si ritrova negli ultimi tre anni (2016-2018) ad affrontare un periodo di crisi, principalmente per due fattori:

- impossibilità di riuscire a trasferire sul prezzo finale di vendita l'aumento del costo delle materie prime;
- mancato adeguamento all'evoluzione delle normative del settore di riferimento.

L'impresa quindi, per poter incrementare le performance aziendali, dovrebbe, in primis, attuare delle misure di cost rentrenchment. Tagliare i costi delle materie prime permetterebbe di fissare un prezzo minore nei confronti della clientela, in modo da poter aggredire maggiormente il mercato di riferimento.

Sarebbe opportuno valutare anche la partecipazione ad un gruppo di acquisto, in forma cooperativa o consortile, al fine di ottimizzare l'approvvigionamento, tramite la minimizzazione dei costi delle forniture (dovute alle maggior economie di scala prodotte dall'acquisto di grandi volumi di materie prime), e ad una maggior efficienza della logistica in entrata.

Un altro, non trascurabile, punto di debolezza dell'impresa consiste nel mancato adeguamento alle evoluzioni normative del settore, che ha causato una riduzione dei ricavi. Nello specifico, nel settore dei cavi elettrici, in materia di sicurezza nell'utilizzo dei dispositivi, è stato introdotto dal 1Luglio 2017 l'obbligo della marcatura CE, tramite la sottomissione dei cavi a dei test antifuoco prima dell'installazione, in seguito all'entrata in vigore del Regolamento (UE) 205/2011 (CPR). L'azienda non ha instaurato una politica di cambiamento dei processi all'interno dell'organizzazione, provocando quindi un forte calo dei ricavi, conseguenti alla perdita di numerosi clienti. Si rende pertanto necessario indirizzare con la massima priorità l'impresa verso il soddisfacimento dei requisiti di sicurezza provenienti dalle direttive dell'Unione europea, ciò attraverso una pesante trasformazione dei processi interni di produzione. Per facilitare tale cambiamento, potrebbe risultare indispensabile un cambio del management.