

Dipartimento di
Impresa e Management

Cattedra di Analisi Finanziaria

La valutazione della crisi d'impresa: i modelli previsionali e i processi di turnaround. Caso di studio sulle compagnie aeree.

Chiar.mo Prof. Fabrizio Di Lazzaro

RELATORE

Prof. Fabio Fortuna

CORRELATORE

Paolo Zeni – Matr. 715881

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

Sommario

| | |
|--|------------|
| Introduzione | 4 |
| Cap.1: La crisi d'impresa: definizione, cause e percorso | 7 |
| 1.1 La crisi: definizione | 7 |
| 1.2 Le cause della crisi..... | 13 |
| 1.3 Il percorso della crisi..... | 29 |
| Cap. 2: l'analisi finanziaria dell'impresa | 34 |
| 2.1 L'analisi finanziaria per indici..... | 34 |
| 2.1.1 La riclassificazione dello stato patrimoniale | 38 |
| 2.1.2 L'analisi di solidità patrimoniale | 49 |
| 2.1.3 L'analisi di liquidità..... | 55 |
| 2.1.4 Gli indici di durata | 58 |
| 2.2 L'analisi integrata della redditività | 62 |
| 2.2.1 La riclassificazione del conto economico..... | 63 |
| 2.2.2 Gli indici di redditività..... | 70 |
| Cap. 3: Gli indici d'allerta e i modelli previsionali della crisi | 85 |
| 3.1 Il CCI e i sistemi di allerta della crisi aziendale | 86 |
| 3.1.1 Il lavoro del CNDCEC..... | 90 |
| 3.1.2 Gli indici di cui all'art. 13 | 95 |
| 3.1.2.1 Patrimonio netto negativo | 97 |
| 3.1.2.2 Il DSCR e l'importanza del budget di tesoreria..... | 98 |
| 3.1.2.3 Indice di sostenibilità degli oneri finanziari | 101 |
| 3.1.2.4 Indice di adeguatezza patrimoniale..... | 102 |
| 3.1.2.5 Indice di ritorno liquido dell'attivo | 103 |
| 3.1.2.6 Indice di liquidità..... | 103 |
| 3.1.2.7 Indice di indebitamento previdenziale e tributario..... | 104 |
| 3.1.3 Le soglie di allerta e gli indici specifici | 105 |
| 3.2. I modelli di previsione delle insolvenze..... | 109 |
| 3.2.1 Metodi quantitativi: i modelli statistici | 111 |
| 3.2.1.1 Lo Z-Score di Altman | 112 |
| 3.2.1.2 I modelli simili allo Z-Score: Alberici, Ohlson e Zmijewski..... | 117 |
| 3.2.1.3 Logit analysis | 120 |
| 3.2.1.4 Metodo "Gambler's Ruin" | 121 |
| 3.2.2 Metodi quantitativi: i modelli non statistici..... | 123 |
| 3.2.2.1 Argenti A-Scores..... | 123 |
| 3.2.2.2 Shareholders Value..... | 125 |
| 3.2.2.3 La valutazione del capitale economico | 128 |
| Cap. 4: Le risposte alla crisi: il turnaround | 132 |
| 4.1 Il turnaround: definizione..... | 132 |

| | |
|---|------------|
| 4.2 Le principali strategie di turnaround | 134 |
| 4.2.1 Le strategie di ristrutturazione | 135 |
| 4.2.2 Le strategie di riconversione | 140 |
| 4.2.3 Le strategie di riposizionamento (o ricentraggio) | 142 |
| 4.2.4 Le strategie di ridimensionamento | 143 |
| 4.2.5 Le strategie di turnaround: i modelli proposti in letteratura | 145 |
| 4.3 Le fasi del turnaround | 149 |
| 4.3.1 Il modello a “fasi distinte” di Bibeault (1982)..... | 149 |
| 4.3.2 Il modello a due fasi di Pearce e Robbins (1993) | 151 |
| 4.3.3 Il modello “overlapping” di Slatter e Lovett (1999) | 154 |
| 4.4 Gli attori principali della crisi d’azienda | 158 |
| 4.4.1 L’attestatore..... | 159 |
| 4.4.2 Il C.R.O (Chief restructuring Officer)..... | 161 |
| 4.4.3 Loan agent..... | 162 |
| 4.4.4 Gli advisors | 163 |
| 4.4.5 Il temporary manager..... | 164 |
| 4.4.6 Il ruolo delle banche nella ristrutturazione del debito | 165 |
| Cap.5: il mercato aereo..... | 168 |
| 5.1 Descrizione del mercato aereo..... | 168 |
| 5.1.1 Il mercato aereo: caratteristiche del settore | 168 |
| 5.1.2 La struttura dei costi e le redditività..... | 171 |
| 5.1.3 Le dinamiche competitive | 179 |
| 5.2 Il covid-19 e il settore aereo: conseguenze e prospettive | 186 |
| 5.2.1 L’impatto della pandemia Covid-19 sul mercato aereo..... | 186 |
| 5.2.2 Il settore aereo: quali scenari e soluzioni?..... | 194 |
| 5.3 Caso di studio: Alitalia e le altre compagnie di bandiera europee | 206 |
| 5.3.1 La storia di Alitalia e l’origine dei problemi | 206 |
| 5.3.2 I bilanci di Alitalia: analisi 2019-2020 e confronto con le altre compagnie | 210 |
| 5.3.2.1 Conto economico e cash-flow 2019..... | 210 |
| 5.3.2.2 Conto economico e cash-flow 2020..... | 217 |
| 5.3.3 I principali problemi di Alitalia | 224 |
| 5.3.4 Conclusione: le possibili soluzioni implementabili e la nascita di ITA..... | 237 |
| Abstract | 246 |
| Bibliografia..... | 258 |

Introduzione

Il tema della crisi d'impresa è ormai da quasi mezzo secolo uno dei punti focali della letteratura economica italiana ed internazionale. Gli studiosi in merito hanno toccato diversi aspetti di un argomento molto ampio e complesso, che spazia dall'origine delle cause ai processi di *corporate restructuring*.

La crisi di impresa era già tornata alla ribalta a partire dal 2008, anno in cui la bancarotta di Lehman Brothers determinò lo scoppio della bolla immobiliare legata ai mutui subprime. Tuttavia, a marzo 2020, la diffusione su scala globale del virus SARS-CoV-2 ha causato una recessione senza precedenti a causa delle norme restrittive imposte dai governi nazionali alla circolazione delle persone. La pandemia ha tragicamente colpito – dal suo inizio fino a ottobre 2021 – oltre 219 milioni di persone e causato quasi 4,55 milioni di morti nel mondo, di cui 131 mila in Italia.

La crisi economica (oltre che sociale) che ne è inevitabilmente seguita è probabilmente la più grande della storia, con un impatto ben peggiore sia di quella del 1929, sia del 2008. Senza entrare eccessivamente nel merito, quest'ultima ha causato una contrazione del PIL di circa 3,5 punti percentuali su scala internazionale, con l'Italia che ha subito una contrazione di entità eccezionale pari a -8,9%. Tali dinamiche si sono poi tradotte, a catena, in un aumento del debito pubblico (pari al 155,6% del Prodotto Interno Lordo), in una crescita della pressione fiscale al 42,8% e in un crollo dei consumi del 10,8% rispetto all'anno precedente. L'effetto combinato del Covid-19 e di questi negativi trend macroeconomici hanno causato – secondo dati Istat – la chiusura di quasi 73 mila imprese italiane nel 2020 e gli strascichi della pandemia negativi dureranno ancora per anni.

Tale situazione, ancora attuale nel momento in cui viene scritto questo elaborato, ha cambiato profondamente le dinamiche di mercato causando il declino della maggior parte dei settori dell'economia mondiale.

Ad aver sofferto in modo significativo l'emergenza sanitaria è stato il settore del turismo, il quale ha riportato dei numeri alquanto scioccanti per il 2020. Sono poco meno di 62 milioni i posti di lavoro persi nel settore del turismo a livello globale dallo scoppio della pandemia ad oggi, un calo che corrisponde al 18,5% rispetto al 2019 e per il quale il futuro appare incerto per parecchi anni a venire. All'interno di questo business, il segmento del trasporto aereo ha subito un tracollo senza precedenti nella storia: i ricavi si sono ridotti di oltre due terzi causati da un traffico passeggeri – in calo del 72,3% rispetto all'anno precedente secondo i dati Enac – e sono scomparsi oltre un milione di posti di lavoro.

Prendendo spunto da questo contesto ahimè drammatico, il presente elaborato mira ad offrire un panorama quanto più possibile sintetico, ma esaustivo, della crisi d'impresa e delle conseguenze sul mercato aereo.

Nel primo capitolo verrà trattata la crisi d'impresa in tutte le sue sfaccettature, dandone una definizione coerente con quella appena introdotta dal legislatore e con quelle formulate dai vari studiosi in materia nel corso degli anni. A seguire, verranno elencate le cause principali alla base del declino dell'impresa, cercando di analizzare i diversi modelli prodotti dalla letteratura italiana ed estera; infine – sempre col medesimo approccio – si tratteggeranno le tappe principali del percorso che conduce un'azienda da una situazione di normalità ad una di dissesto irrecuperabile.

Il secondo capitolo avrà un taglio decisamente più quantitativo, visto che tratta dell'analisi finanziaria e di redditività. Infatti, l'impresa in crisi (nonché i consulenti di cui si avvale) deve saper correttamente estrapolare i dati dal bilancio al fine di prevenire una situazione di declino e capire in quali aree della gestione sia opportuno intervenire tempestivamente. Verranno pertanto analizzate le riclassificazioni delle principali scritture contabili, nonché spiegati i più importanti indici di liquidità, solidità e redditività dando una spiegazione in merito al loro significato numerico.

Il terzo capitolo entra ancor più nel dettaglio e verte sui modelli statistici formulati da diversi autori nel corso di anni di studi per prevenire e diagnosticare la crisi d'impresa. Saranno altresì trattati gli indici di allerta formulati dal CNDCEC nel 2019, al fine di dotare il nostro ordinamento giuridico di opportuni strumenti con i quali l'imprenditore possa accorgersi di un potenziale malfunzionamento dell'azienda.

Il quarto capitolo, dopo aver illustrato la crisi e le metodologie di diagnosi, è completamente incentrato sulle strategie di *turnaround* e di *corporate restructuring*. Dopo averne dato una definizione, si analizzeranno le principali strategie con un occhio sempre focalizzato sui diversi contributi proposti in merito. A seguire, verranno proposti i principali modelli sequenziali e non di tale processo di ristrutturazione, con un focus specifico sulle varie fasi e su quali azioni il management deve intraprendere per scongiurare un declino irreversibile. Data l'importanza del tema, verranno altresì elencati i principali attori coinvolti nel *restructuring*, spiegandone requisiti, ruoli, competenze diverse e finalità.

Il quinto e ultimo capitolo, infine, è completamente incentrato sul mercato aereo. Pur essendo un elaborato mirato a descrivere la crisi aziendale, il primo paragrafo verte esclusivamente sulle caratteristiche del mercato aereo in generale, descrivendone i tratti microeconomici del settore, la struttura dei costi e le dinamiche competitive.

Il secondo paragrafo è quello più specifico e focalizza la sua attenzione sull'impatto della pandemia Covid-19 sull'industria, dandone una spiegazione numerica e confrontando fra loro i principali risultati conseguiti dagli attori che ne fanno parte. A margine, saranno anche proposte delle ipotetiche soluzioni che le compagnie dovrebbero intraprendere per rilanciarsi dopo la terribile flessione del 2020.

Infine, dato l'argomento dell'elaborato, si è voluto analizzare un'azienda del nostro paese in crisi ben prima dello scoppio dell'emergenza: Alitalia. Dato che riferirsi esclusivamente ai dati del 2020 non avrebbe avuto molto senso metodologico, si è voluto studiare il caso usando i dati di bilancio del 2019 e confrontando l'ex compagnia di bandiera con i principali vettori tradizionali (Lufthansa, Air France-KLM e British Airways) e low cost (Ryanair ed EasyJet). Per ciascuna di queste compagnie, c'è uno studio in merito alle marginalità conseguite, alla struttura dei costi e ai flussi di cassa.

Infine, si è voluto proporre (pur con una validità *ex post*) eventuali azioni che Alitalia avrebbe potuto intraprendere per rilanciarsi, affiancandovi un giudizio in merito alla nuova impresa pubblica ITA.

Terminata la trattazione, ci sarà un abstract che riepilogherà gli aspetti principali di questo lavoro.

Cap.1: La crisi d'impresa: definizione, cause e percorso

1.1 La crisi: definizione

Definire il concetto di crisi in maniera univoca è sicuramente un'operazione molto impegnativa, dato che gli approcci utilizzati dai diversi autori che hanno analizzato nel corso degli anni questa tematica sono piuttosto contrastanti e logica conseguenza del periodo in cui operavano. I diversi filoni risentono quindi inevitabilmente del momento macroeconomico del paese di provenienza dei vari studiosi, nonché della cultura manageriale e degli strumenti che il legislatore ha messo a disposizione per gestire e risolvere tali crisi.

A complicare ulteriormente tale obiettivo incide anche la mancanza, all'interno del nostro ordinamento giuridico, di una definizione vera e propria dello stato di crisi aziendale, creando degli ostacoli inevitabili per quanto riguarda l'individuazione sia del fenomeno, sia degli esperti professionali del momento esatto in cui si verifica tale crisi. Fortunatamente il legislatore vi ha recentemente posto rimedio mediante l'entrata in vigore del D.lgs. n.14 del 14 febbraio 2019, definito come il nuovo codice di crisi dell'impresa, fornendo delle definizioni in merito al termine di crisi e insolvenza. In riferimento alla crisi, l'art. 2 comma 1 del decreto cita testualmente che *“è lo stato di difficoltà economico – finanziaria che rende possibile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle operazioni pianificate”*, invece per l'insolvenza lo stesso articolo stabilisce che essa rappresenta *“lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fattori esteriori, i quali dimostrano che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”*¹.

Per tali norme era originariamente prevista l'entrata in vigore per il 15 agosto 2020, ma purtroppo, a seguito della crisi sanitaria, economica e sociale provocata dalla pandemia di Covid – 19 sarà tutto il C.C.I.I ad entrare in vigore solo a settembre 2021 come disposto dal c.d. “Decreto liquidità”. La ratio di tale differimento è da ricercare appunto nell'emergenza Coronavirus, in quanto potrebbe non essere garantita la piena applicazione della riforma del fallimento, cui obiettivo principale è quello di garantire il salvataggio di quante più imprese possibili. Inoltre, il decreto permette a tutti i soggetti coinvolti di continuare ad operare secondo prassi consolidate evitando dubbi interpretativi; risulta quindi opportuno, come si legge dalla relazione, che l'attuale momento di incertezza economica venga affrontato con

¹ D.lgs. n. 14 del 14 febbraio 2019, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, art. 2, comma 1.

uno strumento largamente sperimentato come la Legge Fallimentare, rassicurando gli operatori circa la possibilità di ricorrere a strumenti e procedure su cui è maturata negli anni una certa consuetudine²

Ad ogni modo, queste nuove definizioni permettono sì di avere un riferimento nozionistico, ma è chiaro che per condurre e sviluppare efficacemente un'analisi sullo stato di salute di un'impresa è necessario definire lo stato di crisi nel suo complesso, analizzando i vari fattori che concorrono ad alimentarlo.

Una corrente di ricerca introdotta e sviluppata nei paesi anglosassoni riguarda la predizione della crisi d'impresa tramite l'utilizzo di metodologie statistiche uni e multivariate (es: Beaver, 1966; Altman, 1968; Ohlson, 1980; Zmijewski, 1984), mentre altri autori, prevalentemente italiani, si sono concentrati maggiormente sulla gestione della crisi tramite le procedure concorsuali (es: Caprio, 1997; Floreani, 1997; Belcredi, 1997; Moliterni, Paci e Vallini, 2003; Falini, 2008). Un importante filone di studi ha preferito invece porre l'accento sulla gestione della crisi finalizzata al "ritorno al valore" (Guatri, 1986, 1995; Bertoli, 2000; Danovi, 2003; Danovi e Quagli, 2008, 2010; Gilson, 2010) cercando anche di giustificare la variabilità delle performance delle strategie di turnaround. L'analisi di questa tematica, come si evince, è un lavoro molto lungo; in questo paragrafo, tuttavia, ci si propone di riportare le principali definizioni di crisi attraverso una panoramica – quanto più possibile esaustiva – soltanto della letteratura di riferimento italiana, cercando di analizzare le principali analogie e differenze emerse in oltre trent'anni di ricerca.

Il pioniere in questo campo di studi è stato Luigi Guatri (1986), il quale ha per primo evidenziato come la crisi d'impresa sia una componente permanente dei sistemi industriali e non soltanto legata a fenomeni episodici connessi con l'incapacità del management. Guatri sottolinea come, a carattere ciclico, entrino in crisi interi settori (opinione questa poco diffusa, prima degli shock macroeconomici degli anni '70); in queste condizioni la crisi aziendale è un prezzo inevitabile da pagare per il riequilibrio dei settori stessi, attraverso l'espulsione delle imprese marginali e la sopravvivenza di quelle più efficienti o più innovative. La crisi è pertanto un processo di selezione il cui risultato finale è il miglioramento dei livelli medi di efficienza e la stimolazione delle innovazioni³.

² Girolamo Lazoppina, *Le procedure di allerta nel nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (Padova: Primiceri Editore, 2020).

³ Luigi Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese* (Milano: Giuffrè, 1986).

Il contributo alla materia di Guatri si è rinnovato costantemente (1996), arrivando a definire la crisi come la fase conclamata ed esternamente apparente di un declino generalmente irreversibile senza robusti interventi esterni⁴. Crisi e declino sono quindi due concetti strettamente connessi ma distinti, la cui relazione verrà spiegata più dettagliatamente nel paragrafo successivo.

Un apporto decisivo alla definizione e alla comprensione della crisi e dei suoi fattori è stato dato dall'Approccio Sistemico Vitale (Golinelli, 2000, 2005), il quale a sua volta è stato elaborato adattando il contributo pionieristico della "formula strategica" di Coda (1984). Senza dilungarsi eccessivamente sulla descrizione dettagliata del modello, esso interpreta la dinamica evolutiva dell'impresa in base alla sua capacità di sviluppare relazioni positive con le molteplici entità che operano nell'ambiente di riferimento. Secondo tale prospettiva, un'impresa si presenta come un sistema aperto, ovvero un'organizzazione in cui ogni componente svolge uno specifico ruolo per raggiungere tale obiettivo e la cui vitalità dipende da come è in grado di scambiare risorse di varia natura con l'ambiente di riferimento⁵. Due, nello specifico, sono le componenti: un organo di governo, cui spetta la lettura delle attese dei sovra – sistemi, e la struttura operativa, che deve essere progettata sulla base delle relazioni con i sistemi rilevanti. Il fine dell'impresa è quindi quello di sopravvivere, generando valore mediante la creazione, il mantenimento e il miglioramento di quegli elementi che le garantiscono un vantaggio competitivo. In quest'ottica, la crisi è pertanto qualificabile come un processo generativo in cui si osserva una costante diminuzione della vitalità dell'impresa e quindi una minor probabilità di sopravvivere. Piciocchi (2004), delinea in tal senso quattro diverse situazioni⁶:

- I. L'impresa è un sistema vitale in cui l'organo di governo legge correttamente il contesto e la struttura operativa riesce a soddisfare i sovra e i sub – sistemi: non c'è situazione di crisi;
- II. L'organo di governo in crisi non legge il contesto vitale dell'impresa e quindi non sa orientare le scelte della struttura operativa: c'è situazione di crisi;
- III. Una crisi della struttura operativa che non è in grado di performare ai livelli dei concorrenti: c'è situazione di crisi;

⁴ Luigi Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore* (Milano: Egea, 1995).

⁵ Gaetano M. Golinelli, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, vol. 1 (Padova: Cedam, 2000).

⁶ Paolo Piciocchi, *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità: L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi* (Torino: G. Giappichelli, 2004).

- IV. L'impresa è inefficiente e inefficace a livello sia a livello di organo di governo che a livello di struttura operativa: essa, pertanto, rappresenta un sistema non vitale.

L'approccio sistemico è stato accolto anche da Moliterni (1999), che considera l'impresa formata da tre assetti essenziali: assetto proprietario, vertice imprenditoriale e sistema operativo. Fra tali aspetti si sviluppa un sistema di interdipendenze, denominate coerenze, che ingloba tutte le condizioni necessarie per fare in modo che l'impresa sia in salute. Nell'esatto momento in cui si rompono uno o più rapporti di coerenza, gli effetti coinvolgeranno altri elementi innescando un complesso processo degenerativo, il cui risultato finale sarà l'instaurarsi di uno stato di crisi. Lo stato di crisi è quindi *"il risultato di un processo ormai da tempo avviato sul quale non si è potuto e/o voluto intervenire"*⁷. Il concetto di processo degenerativo non era nuovo nella nostra letteratura, in quanto Andrei (1996) aveva pochi anni prima definito la crisi come *"un patologico processo degenerativo del divenire della gestione aziendale, non più svolgentesi in condizioni di economicità"*⁸. Su questo filone, può essere citato anche il contributo di Sciarelli (1995) alla materia, il quale ha focalizzato la sua ricerca prevalentemente sulle PMI. Egli definisce l'azienda in crisi come un organismo debilitato bisognoso di cure per mantenere la propria sopravvivenza, con quest'ultima condizionata dai tempi di resistenza dell'organismo stesso: in altre parole, va evitato il superamento del limite oltre il quale ogni intervento risulterebbe del tutto inutile⁹. La sua gravità, evidenzia Sciarelli, può essere infatti misurata dai tempi impiegati per il suo fronteggiamento: più la situazione è delicata, ancor più ristrette dovranno essere le tempistiche di risposta. Essa sarà pertanto irreversibile quando il tempo per controbattere si annulla, ovvero quando nessun intervento sarà sufficiente per frenare il processo di dissolvimento finale dell'organismo.

Negli anni 2000 si sono susseguite diverse altre definizioni, ma che a ogni modo risentono quasi tutte degli assunti fondamentali dell'approccio sistemico: la sopravvivenza dell'impresa come obiettivo principale della stessa e la crisi in senso stretto come processo di natura degenerativa. Aldrighetti e Savaris (2008), definiscono lo stato di crisi come un processo di deterioramento delle condizioni di equilibrio gestionale dell'impresa che si

⁷ Rocco Moliterni, *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa: Diagnosi dei processi degenerativi e misure di prevenzione* (Verona: Cedam, 1999).

⁸ Paolo Andrei, *Crisi di impresa e procedure concorsuali: Spunti critici emergenti da un'indagine empirica* (Milano: Giuffrè, 1996).

⁹ Sergio Sciarelli, *La crisi d'impresa: il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese* (Padova: Cedam, 1995).

manifesta nella progressiva alterazione della sua situazione economica, patrimoniale, finanziaria. Gli autori sottolineano poi come, in assenza di una diagnosi tempestiva, questa dinamica determina una progressiva distruzione di valore e conduce l'impresa verso una situazione di dissesto irreversibile, cioè una situazione in cui per entrambi i principali attori coinvolti (imprenditore e creditori) non vale economicamente la pena organizzare un percorso di risanamento e di ritorno al valore¹⁰.

Più recentemente Falini (2011), in un'analisi del lavoro di Guatri (1995), fornisce una definizione di crisi fondata sulla Teoria del Valore, che postula come obiettivo per un'impresa l'aumento del valore economico: esso rappresenta, infatti, la condizione per assicurare la sopravvivenza nel lungo periodo. In quest'ottica, egli definisce la crisi *strictu sensu* come una degenerazione delle condizioni di declino che sfocia in uno stato di elevata instabilità causato da numerosi fattori, fra cui rilevanti perdite economiche, squilibri dei flussi finanziari e diminuzione della capacità di accesso al credito¹¹.

Cercando di indagare ulteriormente sul concetto di crisi, può essere riportata anche la definizione di Pencarelli (2013), il quale afferma che l'espressione "crisi d'impresa" si riferisce ad uno stato di grave perturbazione delle condizioni di salute aziendale, che si associa generalmente alla perdurante perdita di valore economico del capitale e all'incapacità dell'organismo aziendale di sopravvivere¹². Da ultimo, Sommariva (2014), sostiene che una crisi d'impresa è l'epilogo di una situazione di degrado delle risorse immateriali fondamentali (conoscenza e fiducia) che innescano un circuito vizioso che – in assenza di interventi di risanamento (*turnaround*) – conduce alla perdita di fiducia all'interno e all'esterno dell'azienda¹³. Risulta chiaro quindi che, in uno stato di crisi considerato irreversibile, la gestione dell'impresa è soggetta a dei cambiamenti radicali, soprattutto da parte dei soci. Il loro interesse, infatti, passa dall'esercizio più profittevole possibile della gestione a quello di monetizzare, nel minor tempo possibile, il loro investimento iniziale cercando contemporaneamente di tutelare i creditori. Sottoriva quindi pone come conseguenza principale della crisi la trasformazione – sul piano economico – del capitale investito: esso non è più uno strumento di produzione del reddito ma un insieme di beni di

¹⁰ Flavio Aldrighetti e Roberta Savaris, «La riforma delle procedure concorsuali e i modelli di gestione dell'impresa in crisi» (Progetto Smefin, 2008).

¹¹ Alberto Falini, «La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo», n. 125 (2011).

¹² Tonino Pencarelli, a c. di, *Le crisi d'impresa. Diagnosi, previsione e procedure di risanamento* (Milano: FrancoAngeli, 2013).

¹³ Claudio Sottoriva, «Lo stato di crisi dell'impresa: lineamenti della fattispecie», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito* (Milano: Vita e Pensiero, 2014), 3–12.

varia natura destinato alla conversione in danaro liquido, da destinare ai creditori ed eventualmente da ripartire, se vi è dell'attivo netto residuo, ai soci.

Dall'elevata mole di studi condotti sull'argomento risulta evidente che, come sottolineato all'inizio del paragrafo, fornire una definizione precisa e puntuale di crisi d'impresa sia estremamente complesso, considerando anche che il termine "crisi d'impresa" viene usato nella letteratura (soprattutto economica) in un'accezione vasta e omnicomprensiva, in cui rientrano diversi concetti come insolvenza, crisi finanziaria e in genere tutta la patologia della vita di una società.

1.2 Le cause della crisi

L'obiettivo del presente paragrafo è quello di fornire un quadro sintetico, ma esaustivo, delle principali cause della crisi d'impresa, cercando anche di capire quali possono essere i suoi stadi evolutivi e i relativi sintomi all'interno della vita di un'azienda.

Va fin da subito specificato che l'individuazione dei fattori di crisi è, come per l'argomento trattato precedentemente, un processo molto laborioso e con una vastissima letteratura di riferimento sia italiana, sia internazionale. Tale operazione, pur non essendo facile, è però necessaria da parte dei soggetti coinvolti, in quanto un corretto riconoscimento e la valutazione delle condizioni necessarie per rimuoverle sono passaggi fondamentali nel fronteggiamento di una crisi, dato che permettono di valutare le migliori strategie alternative implementabili, come possono essere ad esempio il turnaround o la liquidazione.

Gli studi in merito (soprattutto internazionali) propongono quasi tutti una prima differenziazione fra cause di natura interna e di natura esterna. Mentre le prime sono, almeno teoricamente, più osservabili e riferite generalmente all'incapacità del management, le seconde sono più imprevedibili in quanto connesse a fattori esogeni, come ad esempio il cambiamento delle dinamiche competitive e il mutamento delle condizioni macroeconomiche e sociali in cui le imprese operano (un esempio evidente e ancora oggi attuale è appunto la pandemia di Covid-19, totalmente inaspettata e ancora bel lungi dall'essere risolta). Vi è da osservare come, tuttavia, anche la letteratura consideri a volte le determinanti esterne come cause interne, sul presupposto che un buon management deve essere in grado di intuirle, rilevarle e fronteggiarle per prevenirne i contraccolpi negativi e, quindi, il declino dell'impresa. Le responsabilità manageriali vanno oltre la semplice gestione delle conseguenze esterne: questi, infatti, devono essere in grado di mettere l'impresa nella miglior condizione possibile per assorbire le casualità del business in cui opera e le sfide che gli vengono proposte dall'ambiente esterno¹⁴.

Su questo filone, un punto di partenza chiave è rappresentato dal lavoro di Slatter e Lovett (1999), i quali hanno individuato 13 possibili distinti fattori all'origine della crisi, suddivisi in 10 interni e 3 esterni¹⁵ come riportato nella tabella alla pagina successiva.

¹⁴ Donald B. Bibeault, *Corporate turnaround: how managers turn losers into winners!* (Washington: Beard Books, 1998).

¹⁵ Stuart Slatter e David Lovett, *Corporate recovery: Managing companies in distress* (Londra: Penguin Group, 1999).

Tabella 1.1: le cause della crisi

| Cause endogene | Cause esogene |
|--|--|
| Inadeguatezza del management | Cambiamenti della domanda |
| Inadeguatezza del controllo finanziario | Competizione |
| Inadeguatezza della gestione della liquidità | Sfavorevole evoluzione delle macro-variabili |
| Elevati costi | |
| Scarsità dell'attività di marketing | |
| Overtrading | |
| Grandi progetti | |
| Acquisizioni | |
| Politiche finanziarie | |
| Inerzia organizzativa e confusione | |

Fonte: *Slatter, Lovett (1999)*

Le cause endogene riguardano generalmente errori e disfunzioni presenti all'interno del sistema azienda, ponendo l'attenzione sulla componente del *Top Management Team* e sulla sua incapacità nella gestione aziendale, nel perseguimento degli obiettivi preposti e nella lettura anticipata di eventuali opportunità offerte dal mercato. Le cause esogene, al contrario, fanno riferimento alla difficoltà dell'impresa di adattarsi ai cambiamenti dell'ambiente esterno; tali fattori si esplicano solitamente in crisi strutturali dell'intero sistema economico, ma anche nei cambiamenti della domanda e all'ingresso di nuovi competitor. Questa prima differenziazione è stata ulteriormente analizzata da Falini (2011), il quale ha proposto un modello (*modello diamante*) in cui i 13 fattori individuati sono stati sintetizzati nelle seguenti 5 macro – variabili¹⁶:

- Proprietà / *top management team*;
- Pianificazione e gestione strategica;
- Gestione operativa;
- Fattori macroeconomici ed eventi straordinari;
- Fattori settoriali.

Nello specifico, tali macro – variabili vengono graficamente collocate agli estremi di un ideale pentagono che consente di rappresentare l'area delle cause della crisi e la sua origine. La linea di demarcazione separa il pentagono in due aree a seconda dell'origine della stessa.

¹⁶ Falini (2011), *op. cit.*, p. 12

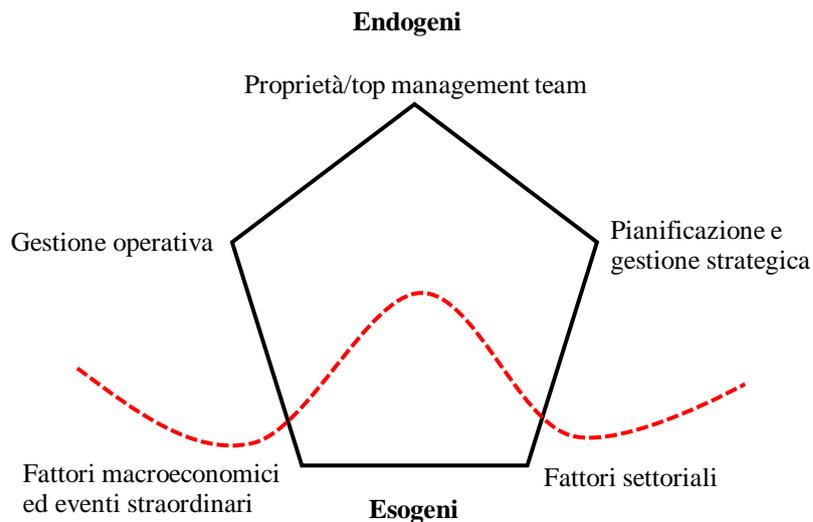


Figura 1.1: il modello diamante - Fonte: *Falini (2011)*

Le singole macro – variabili possono essere così analizzate:

1. *Proprietà / top management team*

Questa variabile endogena pone in evidenza le responsabilità umane nella crisi d'impresa. Nello specifico, essa si origina quando il management e/o gli organi di proprietà sono incapaci di gestire la complessità d'impresa o perseguono degli obiettivi slegati a quelli aziendali. All'interno di questa macro – variabile si può ricomprendere anche la non coerenza della struttura organizzativa e quei comportamenti di moral hazard in contrasto con la sopravvivenza dell'attività. Nel capitalismo italiano, a forte connotazione familiare, è altresì compresa la situazione in cui la crisi viene scaturita dalle difficoltà di successione da una figura cardine, generalmente l'imprenditore – fondatore.

2. *Pianificazione e gestione strategica*

Altra variabile endogena, si riferisce agli indirizzi e alle scelte strategiche effettuate. Tra i fattori preminenti va citata la strategia economico – finanziaria, ossia quella che consente di mantenere la solvibilità aziendale entro determinati parametri e obiettivi di liquidità, redditività e solidità¹⁷. Infatti, una strategia che prevede il ricorso ad un continuo indebitamento per gli investimenti e lo sviluppo dell'impresa rende gli oneri finanziari troppo pesanti da sostenere nel corso del tempo. Altri elementi chiave sono le politiche di sviluppo e le operazioni straordinarie (es. fusioni e acquisizioni), le quali, se non pianificate a dovere, causano crescenti difficoltà all'impresa acquirente sul piano operativo e

¹⁷ Vittorio Coda, *L'orientamento strategico dell'impresa* (Torino: Utet, 1988).

finanziario. Può essere inclusa anche l'inadeguatezza della funzione marketing come causa della crisi, declinabile in diversi fattori fra cui la scarsa conoscenza del mercato, mancate risposte tempestive alle richieste dei consumatori e una scarsa attività di promozione.

3. Gestione operativa

Le difficoltà possono essere causate dall'incapacità di sfruttamento delle sinergie operative o dalle economie di scale/esperienza, oltre che da un time to market e dai processi produttivi qualora richiedano troppo tempo rispetto ai concorrenti. Sempre riferendosi ai competitors, una struttura dei costi operativi più elevata determina inevitabilmente una posizione di svantaggio competitivo, data una marginalità e una capacità di autofinanziamento inferiori.

4. Fattori macroeconomici ed eventi straordinari

Questa variabile comprende, rispetto alle altre, una pluralità di fattori (nello specifico esogeni) decisamente più ampia. Con riferimento agli aspetti macroeconomici, una fluttuazione dei prezzi delle materie prime comporta un costo di produzione sicuramente più ampio per imprese anche operanti in settori diversi, così come l'oscillazione delle valute (anche a seguito di eventi non strettamente economici, come la caduta della sterlina post Brexit) è un aspetto negativo per le aziende con fornitori/clienti esteri. Fra gli eventi di natura straordinaria, il richiamo più ovvio è quello recentissimo alla pandemia di Coronavirus, anche se il settore turistico e dei trasporti (nello specifico quello aereo) già fu messo alla prova dagli attentati del 11 settembre 2001. Anche un cambiamento normativo può essere una causa di crisi per l'impresa, soprattutto quelli inerenti alla fiscalità.

5. Fattori settoriali

Seconda variabile esogena, si riferisce all'andamento del settore in cui l'impresa opera. Una crisi può essere generata da un calo della domanda, dovuta ad un cambiamento delle preferenze dei consumatori, oppure ad una mancanza di adeguamento tecnologico (che può anche colpire i concorrenti) e a cui l'impresa non ha saputo reagire. Diventa quindi fondamentale saper riconoscere tempestivamente quando le condizioni di contesto stanno mutando.

La finalità del modello esposto è quella di porre in risalto graficamente le cause che hanno generato la crisi. Senza dilungarsi troppo, Falini assegna a ciascuna di queste macro – variabili un punteggio compreso da 0 a 5 per capire quelle che sono state decisive nel determinare la crisi e quelle che invece hanno avuto un impatto ridotto. Di seguito il significato di ciascun valore:

- 0 = fattore totalmente assente
- 1 = fattore trascurabile
- 2 = presente ma di secondo piano
- 3 = co – fattore che però, individualmente, non avrebbe scatenato la crisi
- 4 = fattore determinante
- 5 = fattore principale

La suddivisione sopra esposta è alla base anche del lavoro precedentemente svolto da Sciarelli (1995), il quale asserisce che *“una crisi è sempre la risultante di una combinazione di eventi sfavorevoli interni ed esterni all’impresa”*. L’autore sottolinea come capire e valutare la natura di questi fattori sia un’operazione fondamentale e assai delicata, soprattutto se non si attribuisce a ciascuna di esse lo stesso grado di certezza. Un’analisi superficiale è infatti spesso accompagnata da un management che procede a tentativi senza le idee chiare su quale sia il vero problema, con l’inevitabile dilatazione dei tempi di risanamento. Per questo motivo, nell’analisi delle situazioni di crisi, l’aspetto di maggiore difficoltà sta nel distinguere la presenza e nel valutare il peso di fattori soggettivi, fattori oggettivi interni e fattori oggettivi esterni. I primi, per quanto sia complesso darne un’elencazione esaustiva, si riferiscono di solito a situazioni in cui i protagonisti abbiano delle incapacità soggettive al fronteggiamento (si pensi a un imprenditore molto anziano senza più spunti o con un’inadeguata competenza informatica) o in cui mancano banalmente i tempi minimi per ottenere risultati atti a superare circostanze critiche. Di contro, gli elementi oggettivi sono abbastanza delineati e si ricollegano, ad esempio, alla mancata innovazione dell’attività aziendale nel primo caso o all’evoluzione dell’ambiente nel secondo. Si tratta, tuttavia, di una dicotomia non così netta, in quanto è palese che fra fenomeni evolutivi ambientali e carenze imprenditoriali esiste un rapporto molto stretto.

Ciò precisato, Sciarelli definisce situazioni di crisi a *matrice esterna* quelle in cui l’impatto dei fattori al di fuori del controllo imprenditoriale è dominante, distinguendo tre casi specifici a seconda dell’ampiezza e degli eventi considerati. L’ipotesi più comune è quella della crisi settoriale, capace di travolgere interi comparti economici o particolari settori industriali: ad esempio una crisi derivante da un aumento del prezzo del latte si riflette non solo sull’agricoltore, ma anche sui produttori dei brik di carta, sulle imprese casearie e, non ultimo, anche sui gelatai. Un’altra tipologia di crisi considerata è quella ecologica, dove i fenomeni di crisi si legano a disposizioni a tutela dell’ambiente e degli animali (si veda il settore della lavorazione della plastica, delle pelli pregiate, ecc.) o ad un cambiamento

socioculturale su determinate tematiche. La causa di natura ecologica ha assunto una dimensione più consistente negli anni, soprattutto nel periodo attuale in cui sia i clienti finali, sia le imprese, considerano la sostenibilità sotto vari aspetti un elemento chiave su cui orientano conseguentemente le loro scelte di consumo e produzione. Infine, le crisi esterne possono essere provocate dal verificarsi di eventi catastrofici che suggeriscono misure di proibizione o limitazione: la tragedia di Chernobyl spinse molte nazioni all'abbandono della produzione di energia nucleare e a guardarsi attorno per la sua generazione da fonti differenti.

Per quanto attiene le crisi a *matrice interna*, esse comprendono una varietà di casistiche generalmente più larghe dato che si legano agli errori compiuti sul piano imprenditoriale. Esse nello specifico si possono distinguere in quattro classi:

1. Crisi strategiche

Sono causate dagli errori nella composizione del mix di portafoglio di investimenti, indipendentemente dalla sua ampiezza. Va specificato che esse non derivano esclusivamente da sbagli nella progettazione economico – finanziaria degli investimenti (come, ad esempio, un tasso calcolato male o una durata dell'ammortamento troppo breve), ma anche da errori nella loro attuazione. Questi si collegano alle disfunzioni prodotte nei processi operativi di gestione, con conseguenze devastanti sui flussi di ricavi aziendali. Volendo essere maggiormente precisi, all'interno di questa categoria si possono includere anche le crisi da innovazione: infatti, l'elemento innovativo, se non padroneggiato opportunamente, può comportare una frenata produttiva e una difficoltà di adattamento organizzativo. Spesso, quindi, l'incapacità di attuare investimenti innovativi può essere all'origine della crisi d'impresa.

2. Crisi di posizionamento

Derivano da errori nella scelta dei segmenti e delle nicchie di mercato da servire. Esse possono anche dipendere da un grave errore nella progettazione e nel lancio di un nuovo prodotto. Emblematico, in tal senso, cosa successe a Coca – Cola a metà degli anni '80, che decise di sostituire la versione “vecchia” per far spazio ad una nuova dal gusto diverso. Ben presto i consumatori stroncarono categoricamente questa nuova iniziativa imprenditoriale, con Coca – Cola che tornò rapidamente sui suoi passi (aveva, in aggiunta, anche commesso l'errore di interrompere la produzione della ricetta classica) e che, pur di fatto non entrando mai in crisi, si vide costretta a perdere delle quote di mercato a vantaggio di Pepsi. In questa

categoria vanno anche citati, ad esempio, un errore nella penetrazione del mercato estero o uno sbaglio nel costruire una rete di vendita.

3. Crisi dimensionali

Sono collegate ad uno squilibrio tra potenzialità organizzative e risultati in termini di produttività, economicità e redditività. Infatti, l'adozione di un modello organizzativo piuttosto che un altro è un fattore chiave per evitare la crisi: ad esempio, esistono molte imprese (le cosiddette *Blind Giants*) che, pur avendo successo sul mercato, hanno una dimensione interna spropositata e un livello di burocrazia eccessivo, che le porta a non accorgersi delle avvisaglie di crisi.

4. Crisi da inefficienza

Sono correlate ad uno squilibrio fra costi e rendimenti dei fattori inerenti alla combinazione produttiva. Un aspetto decisivo di questa tipologia sono i costi, in quanto le crisi tendono a essere più gravi nel caso in cui essi non siano allocati correttamente o all'aumentare dell'impatto di quelli fissi. Vanno anche considerate quelle aziende dotate di scarsa flessibilità operativa e strutturale, per cui il dinamismo dell'ambiente esterno può contribuire in maggior misura al determinarsi di situazioni di difficoltà aziendale¹⁸.

Tabella 1.2: una classificazione della crisi d'impresa

| ORIGINE DELLA CRISI | TIPO DI CRISI | CAUSA PREVALENTE |
|---------------------------------|--|---|
| Matrice prevalentemente esterna | Crisi settoriali Crisi ecologiche Crisi catastrofiche | Esterna generale Esterna diffusa Esterna particolare |
| Matrice prevalentemente interna | Crisi strategiche Crisi competitive Crisi strutturali Crisi di inefficienza | Interna globale Interna di mercato Interna organizzativa Interna operativa |

Fonte: rielaborazione propria da Sciarelli (1995)

Pur essendoci delle inevitabili sovrapposizioni per quanto riguarda i motivi all'origine della crisi d'impresa, ben diverso è stato il *modus operandi* usato da Guatri (1986 e 1995)

¹⁸ Sergio Sciarelli, *L'impresa flessibile* (Padova: Cedam, 1987).

nel suo lavoro. Anziché suddividere le cause fra esterne ed interne, l'autore ha ricondotto i motivi di declino e crisi aziendale a due approcci: obiettivo e soggettivo.

L'approccio obiettivo si basa su una serie di dati sperimentali che consentono di distinguere con una maggiore facilità alcune tipologie di declino e crisi in funzione delle motivazioni che li provocano. Essi sono:

1. Declino e crisi da inefficienza

Essa è determinata quando una o più funzioni od aree aziendali operano con rendimenti e quindi con costi non allineati a quelli dei competitors. Va però chiarito che essa non deve essere intesa in senso assoluto sotto diversi punti di vista: in primis, nelle imprese multi-business tale situazione si può presentare in alcune aree risparmiando le altre; in secondo luogo, sarebbe un grave errore comparare fra loro imprese di settori completamente diversi e con una storia differente.

La funzione in cui l'inefficienza si manifesta in maniera palese è quella produttiva. Varie sono le ragioni che determinano un livello di costi di produzione superiore: obsolescenza dei macchinari e/o impianti, inadeguatezza degli investimenti, un sistema di allocazione e monitoraggio dei costi sbagliato, ecc. Queste inefficienze possono essere accertate in modo intuitivo o in maniera più accurata attraverso l'uso di informazioni chiave come la produzione giornaliera, la velocità delle macchine e così via. L'indicatore più utilizzato in questo ambito è il costo industriale, definito come l'ammontare complessivo delle risorse che vengono impiegate per la realizzazione di un prodotto con l'esclusione dei costi amministrativi, finanziari, commerciali e tributari.

Per comprendere come tale costo sia un input molto importante in questo tipo di analisi, si osservi il grafico 1.1 alla pagina seguente. Esso mostra due ipotetiche situazioni in cui il costo medio industriale di un certo prodotto per l'azienda Z e la sua variabilità in funzione del grado di sfruttamento della capacità sono messi a raffronto coi costi medi ottenuti nello stesso periodo dalle aziende concorrenti A, B, C, D, E.

Il caso 1 registra una situazione di inefficienza contenuta per la nostra azienda Z, dato che le altre imprese presentano ad interim dei costi che si distribuiscono intorno alla linea di tendenza del costo medio di Z e che quest'ultima, aumentando il grado di sfruttamento della sua capacità di produttiva, sarebbe in grado di allinearsi agli altri concorrenti.

Il caso 2, al contrario, mostra come l'inefficienza di Z sia piuttosto seria, dato che i costi medi di tutti i concorrenti sono al di sotto della linea del costo medio di Z e che pure

accrescendo i volumi di produzione (con l'obiettivo, magari, di sfruttare economie di scala), essa non riuscirebbe ad allineare i propri costi con quelli degli altri players nel settore.

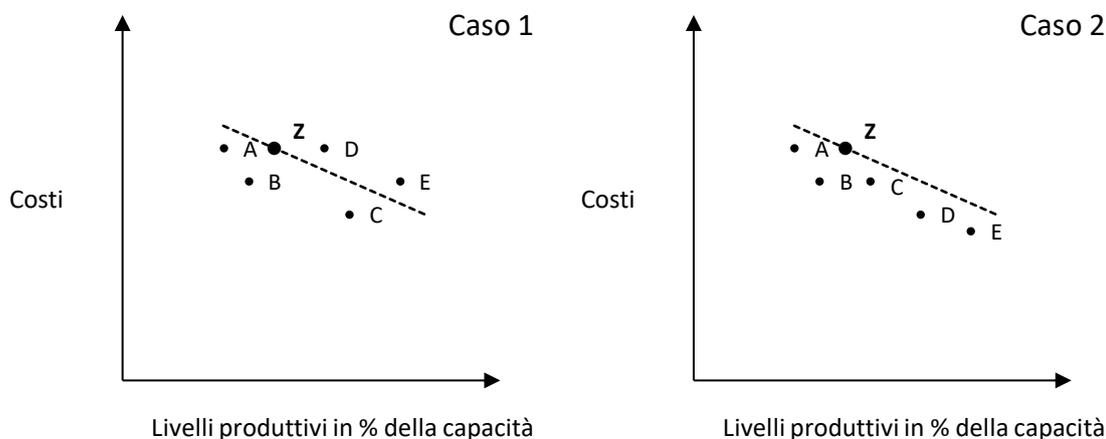


Figura 1.2: due casistiche di crisi da inefficienza - Fonte: *Guatri (1995)*

Va precisato che il possibile stato di inefficienza non è inerente solo alla parte produttiva, ma può investire altre funzioni altrettanto vitali per l'impresa. Fra esse può essere segnalata l'inefficienza commerciale, dovuta ad uno squilibrio fra i costi di marketing e i risultati da questi generati; l'inefficienza amministrativa, causata da eccessi di burocratizzazione e da procedure interne molto laboriose e poco flessibili; l'inefficienza organizzativa, che può essere letta come una carenza di programmazione (i.e. la mancanza di un budget annuale) o come una situazione di confusione sui task assegnati ai singoli dipendenti, sulle responsabilità da assumersi, ecc. Da ultimo, vanno citate le condizioni di inefficienza derivanti dall'attività finanziaria in senso stretto, determinate solitamente da un costo maggiore dei mezzi propri e del credito a disposizione rispetto ai concorrenti. Un'impresa con una struttura patrimoniale - finanziaria debole e con ricavi bassi sarà inevitabilmente penalizzata nell'attività di accesso al credito bancario, situazione che sfocia in una riduzione delle opzioni disponibili e all'accettazione di prestiti onerosi e oltremodo vincolanti, sia in termini d'importo, sia di garanzie.

2. Declino e crisi da sovracapacità/rigidità

L'eccesso di capacità produttiva, coniugato all'impossibilità di adattare nel breve periodo i costi fissi, sono una causa assai diffusa del declino e della crisi: da ciò deriva il binomio sovracapacità/rigidità. Le situazioni che si possono frequentemente delineare sono molteplici: una di esse riguarda la riduzione del volume di domanda determinata dalla sovracapacità produttiva che ha investito l'intero settore di appartenenza. Quest'ultima può

avere diverse spiegazioni: la ricerca di economie di scala o l'accrescimento delle dimensioni minime efficienti, errori nella previsioni della domanda, alte barriere all'uscita, ecc. Urge specificare come gli effetti negativi della sovracapacità settoriale possono riflettersi con conseguenze diametralmente opposte sulle singole aziende: infatti, quelle forti reagiscono aumentando le proprie quote di mercato, limitando con successo la diminuzione della domanda. Le aziende più deboli, viceversa, osservano ridursi tali quote di mercato e una sensibile riduzione della domanda aziendale, dinamiche da cui possono scaturire condizioni di crisi, anche se essa si sviluppa concretamente solo se si associa l'incapacità aziendale di adattare i propri costi al nuovo livello di ricavi. Il processo di adattamento dei costi – le cui difficoltà maggiori si pongono con i costi fissi e del personale – sono quindi un nodo cruciale, che può ridurre il declino o esasperarlo.

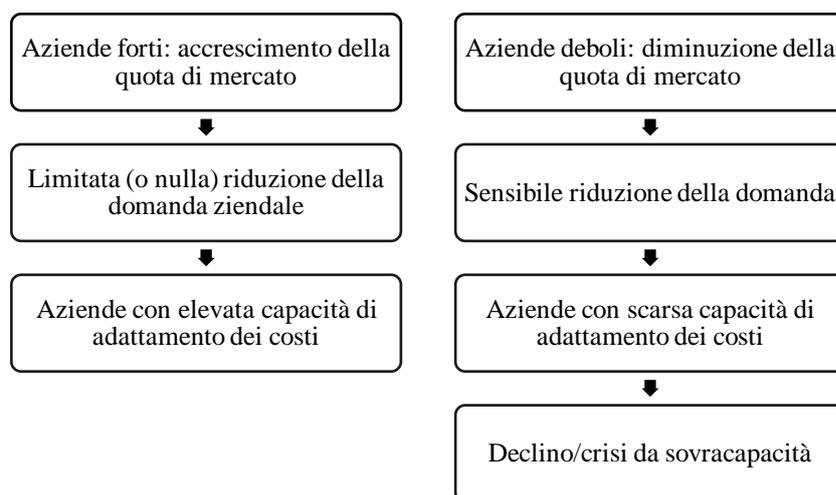


Figura 1.3: il percorso da eccesso di capacità per le aziende forti e deboli - Fonte: *Guatri (1995)*

Un altro tipo di crisi ascrivibile a questa categoria è quella legata ad uno sviluppo dei ricavi inferiori alle attese, a dispetto di una serie di investimenti fissi precostituiti di maggiori dimensioni (soprattutto impianti, fabbricati e macchinari). Va puntualizzato però che questa specie di crisi da sovracapacità, al contrario di quella innanzi descritta, non è strettamente connessa a dei problemi di capacità settoriale. Le cause alla base sono infatti un mancato od insufficiente aumento della quota di mercato aziendale rispetto alle previsioni, così come un'errata stima dello sviluppo della domanda globale. In questo caso, una volta formatasi la sovracapacità, per l'azienda non resta che aspettare il tempo necessario in cui la domanda ne riassorba l'eccesso oppure tentare politiche di mercato aggressive, fermo restando che un adattamento dei costi, anche qui, risulta un passaggio obbligatorio. In questa ipotesi i costi da tenere in maggior considerazione sono quelli generati dagli impianti, mentre minor

impatto hanno quelli di struttura o del personale (non necessariamente un'azienda che inizia un percorso di internazionalizzazione amplia i propri asset o il suo organico). Infine, un caso particolare di declino da rigidità (non collegato a sovracapacità) trae origine da un aumento dei costi, non controbilanciato da corrispondenti variazioni dei prezzi. Si tratta di una casistica che però raramente spinge le imprese in una situazione di crisi (a meno che esse non avessero altre problematiche), in quanto le autorità pubbliche preposte al controllo dei prezzi, di solito, intervengono prontamente. Ovviamente, tale fenomeno spicca nei periodi altamente inflattivi, quando una corsa al rialzo dei costi acuisce le difficoltà.

3. Declino e crisi da decadimento prodotti – errori di marketing

Il declino e la crisi derivano non di rado da debolezze imprenditoriali nell'affrontare e controllare il proprio mercato di riferimento. Il problema può essere distinto in due parti: declino e crisi da decadimento dei prodotti e quello da errori di marketing.

Il primo caso si riferisce all'insieme di prodotti offerto da un'impresa, che non è più in grado di reggere la concorrenza in quanto poco attrattivo, innovativo o non aggiornato. Ciò può essere determinato da scarsa capacità innovativa, mancati investimenti nelle aree R&D o semplicemente dal fatto che i concorrenti si siano mossi prima e meglio. Diversi sono i fenomeni alla base della crisi da decadimento di prodotti; fra questi, un ruolo di spicco è ricoperto dalla riduzione dei margini fra prezzi e costi al di sotto del limite necessario per la copertura dei costi fissi e per il conseguimento di una sufficiente misura di utile. I principali strumenti operativi che consentono di misurare opportunamente il fenomeno in esame sono il margine lordo e il margine di contribuzione. Il *margine lordo* è un concetto di natura strettamente contabile e si riferisce ad un costo di prodotto calcolato escludendo determinate classi di costi comuni, cioè costi non facilmente imputabili al singolo prodotto. Esso può quindi essere definito sinteticamente come la differenza tra i ricavi di vendita e il costo del venduto, ossia uscite direttamente connesse alla produzione di beni e servizi destinati alla vendita¹⁹. Diversi possono essere i margini lordi considerabili; nei ragionamenti successivi si utilizzerà quello industriale. Il *margine di contribuzione*, al contrario, non è un concetto contabile in senso stretto, ma fa riferimento ad una figura di costo di prodotto calcolata escludendo i costi fissi. Esso può essere analiticamente espresso, nella sua definizione unitaria, come la differenza fra il prezzo di vendita e il costo variabile unitario di prodotto²⁰:

¹⁹ Peter De Marzo e Jonathan Berk, *Finanza aziendale 1* (Milano: Pearson Italia, 2018).

²⁰ Charles T. Horngren et al., *Management and cost accounting* (Financial Times/Prentice Hall Harlow, 2002).

$$MC_U = P - CV_U \quad [1.1]$$

Si può osservare ora, con l'ausilio dei grafici 1.4 e 1.5, la redditività di un determinato prodotto. Nel primo caso, osservando il divario fra la curva del prezzo e quella del costo medio di settore, si può vedere come la redditività del prodotto oscilli nel tempo in maniera stabile, alternando periodi con ampi margini a periodi con margini ristretti. Il grafico 1.4 evidenzia la difficoltà per l'impresa nei periodi a-b, c-d, e-f, corrispondenti ad una inadeguatezza dei margini che invece non riguarda l'intero settore.

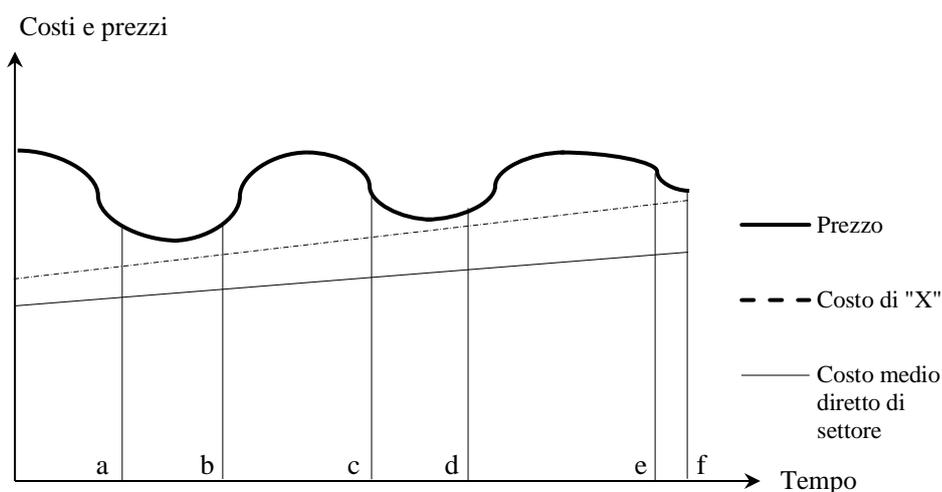


Figura 1.4: andamento dei margini di prodotto - Fonte: Guatri (1995)

Diversa invece la situazione illustrata nel grafico 1.5 di seguito, che evidenzia margini ancora oscillanti ma con una palese tendenza a ridursi nel tempo. In questo caso i margini iniziano ad essere insufficienti per l'intero settore a partire dal momento b, mentre le difficoltà per l'azienda presa ad esempio cominciano molto prima, cioè al tempo a.

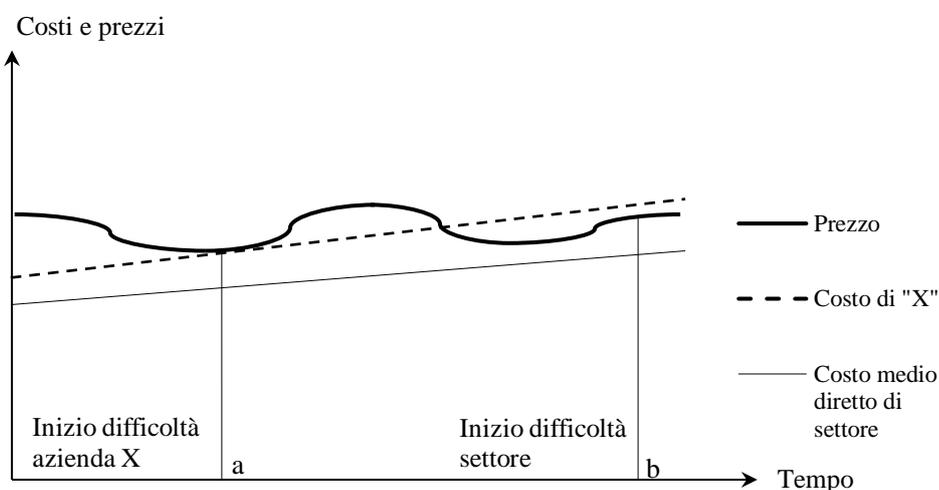


Figura 1.5: andamento dei margini di prodotto - Fonte: Guatri (1995)

Risulta chiaro da quanto detto che la decadenza dei prodotti dipende sia da fenomeni strettamente settoriali, sia da fenomeni specifici delle imprese. I margini di prodotto variano per diverse motivazioni: oscillazioni cicliche, regressione inevitabile quando il prodotto diventa maturo, affermazione di nuove correnti di importazione (dovute a loro volta a manodopera a basso prezzo, materie prime largamente disponibili in un luogo specifico, ecc.). A livello di singola impresa, si hanno ulteriori ragioni di variazioni dei margini: scarsa affidabilità del prodotto, bassa qualità e mancanza di aggiornamenti e di innovazioni.

Come accennato all'inizio del paragrafo, il decadimento a volte è innescato non dai prodotti, quanto dall'attività di marketing e dalle politiche commerciali perseguite dall'azienda. Un esempio di errore che porta ad una fase di declino imprenditoriale è una gamma di prodotti non capace di soddisfare le pretese della clientela target e per cui urge considerare una politica di differenziazione da parte dell'azienda. Questo problema colpisce prevalentemente i settori che producono "commodities", ossia beni e/o servizi che non possono essere differenziati (quindi percepiti senza valor aggiunto dal consumatore) e che dunque, per poter essere venduti, rendono necessaria una guerra dei prezzi fra le varie imprese²¹. Altri aspetti chiave vanno ricollegati alle carenze relative ai servizi offerti alla clientela, come la riparazione, l'assistenza e la manutenzione post – vendita (particolarmente significativi per i prodotti complessi); all'eccessiva onerosità dell'apparato distributivo e agli errori compiuti nella scelta dei mercati o delle "nicchie". Da ultimo, può essere citata la caduta dell'immagine dell'impresa, derivante dalla carenza di investimenti pubblicitari o semplicemente da scandali che ne hanno colpito la reputazione.

4. Declino e crisi da incapacità a programmare e da errori di strategia

L'incapacità a programmare è da intendersi come incapacità di adattare la gestione ai mutamenti ambientali. Le imprese incapaci da questo punto di vista hanno una visione (soprattutto strategica) solamente di breve termine, trascurando in toto la predisposizione delle condizioni necessarie per affrontare il medio – lungo periodo. La carenza di programmazione significa sovente che il management è stato incapace di coinvolgere il personale nello svolgimento della gestione. Una politica interna di "engagement" sollecita la partecipazione degli individui, aiuta a creare una cultura e una conseguente mission aziendale e semina il terreno della partecipazione collettiva dei dipendenti allo sforzo comune. Ciò detto, pensare che una carenza di programmazione sia alla base delle crisi aziendali risulta essere una lettura molto approssimativa, in considerazione soprattutto del

²¹ Giuseppe Bertoli, «La gestione strategica a livello di business», in *L'impresa - Economia e gestione*, a c. di Maria Martellini (Torino: G. Giappichelli, 2006).

fatto che risulta vera anche la relazione opposta. Non va scordato, tra l'altro, che uno stato di difficoltà rende generalmente molto complicata – se non quasi impossibile – qualsiasi programmazione.

È fin troppo noto come gravi errori nella predisposizione della strategia, cioè nelle scelte fondamentali a medio – lungo termine, siano spesso all'origine del declino e della crisi delle imprese. Fra gli esempi più comuni possiamo menzionare il mantenimento “a tutti i costi” di alcune attività che generano risultati negativi e che distruggono valore. Al di là degli aspetti storici o affettivi, tale scelta viene perpetrata dall'azienda per diversi motivi: primo. Un altro errore strategico è l'entrata in nuove aree (generalmente attraverso operazioni di M&A) in cui l'impresa acquirente non possiede la competenza per operarvi. Tale errore si aggrava nel caso in cui l'acquisizione sia stata assai onerosa ma contestualmente le condizioni dell'acquisita peggiorino per le scarse capacità dell'acquirente, la quale si è allontanata troppo dal suo core business nella ricerca di uno sviluppo non necessario finendo per pagarne le conseguenze. Infine, spesso le imprese finiscono in uno stato di crisi a causa di una mancata verifica della sostenibilità di un progetto di investimento, soprattutto in fasi in cui è richiesta una decisione rapida. Rientrano in questo caso le decisioni errate di autofinanziarsi solo con capitale proprio, oppure la scelta di raccogliere i fondi necessari strada facendo.

5. *Le crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale*

Gli squilibri di natura finanziaria e patrimoniale sono indicati come una causa di crisi, oltre che di declino. Per squilibrio finanziario si intende di solito a situazioni caratterizzate da eventi ben precisi. Fra questi, va ovviamente menzionata la grave carenza di mezzi propri e una corrispondente netta prevalenza di mezzi a titolo di debito, ossia un leverage eccessivo. Esso è lo strumento cardine per l'analisi della solidità aziendale, ovvero la valutazione “*delle condizioni di esistenza e mantenimento di una adeguata omogeneità temporale fra il tipo di investimenti aziendali e le forme di finanziamento utilizzate*”²². Esistono, da un punto di vista analitico, diverse formule per descrivere il leverage; la più utilizzata è sicuramente quella che mette in relazione i mezzi di terzi e quelli propri:

$$\text{Leverage} = \text{Mezzi di terzi} / \text{Mezzi propri} \quad [1.2]$$

Il suo campo di variazione è compreso fra zero e più infinito; quanto più alto è il suo valore tanto più si riduce il grado di solidità dell'impresa, visto che diminuisce il grado di indipendenza da terzi. È tuttavia necessario osservare come non esista un valore ottimale nel

²² Gerardino Metallo, *Finanza sistemica per l'impresa* (Torino: Giappichelli, 2002).

senso che esso deve essere valutato caso per caso, tenendo conto delle situazioni ambientali e delle condizioni specifiche dell'impresa. Un valore alto, inoltre, può indicare la presenza di sottocapitalizzazione, ovvero un grado rischioso di dipendenza nei confronti dei terzi finanziatori: in questa ipotesi, l'impresa incorrerebbe in una situazione di crisi finanziaria nel caso in cui uno di essi non dovesse rinnovare il credito concesso²³. L'argomento, ad ogni modo, verrà approfondito analiticamente nel capitolo successivo.

Un'altra causa alla base di uno squilibrio finanziario è la marcata prevalenza di debiti a breve termine rispetto ad altre categorie di indebitamento. Si trattano di debiti esigibili o estinguibili non oltre i 12 mesi che in bilancio rientrano fra le passività correnti dello stato patrimoniale (e.g., i debiti commerciali), contrapposti a quelli a medio/lungo termine che invece hanno una scadenza che varia dai cinque ai vent'anni (prestiti, mutui). È palese come un'impresa la cui durata media delle attività (cioè il tempo necessario per essere trasformate in risorse monetarie) sia maggiore di quella delle proprie passività corre il rischio di diventare "illiquida", generando anche un effetto di sfiducia nei confronti dei propri creditori²⁴. In una situazione del genere, l'analisi di liquidità è il procedimento essenziale che può fornire indicazioni significative sullo stato di crisi dell'azienda: essa, infatti, valuta il rischio di non riuscire a far fronte ai pagamenti che devono essere sostenuti entro i successivi 12 mesi dalla data della situazione patrimoniale riclassificata con criteri finanziari²⁵. Anche qui sono diversi gli indici utilizzati per la valutazione e che, come per quelli di solidità, verranno trattati più nel dettaglio in seguito. Infine, l'insufficiente riserva di liquidità disponibile determina una situazione quasi irreversibile per l'azienda, fino ad arrivare al punto in cui essa non è più in grado di affrontare alcune categorie di pagamento (fornitori, rate di prestiti, fino al caso limite delle retribuzioni dei dipendenti).

Lo squilibrio finanziario, quindi, genera ingenti perdite economiche, dovute alla spropositata entità degli oneri finanziari a sua volta causata dall'eccessivo indebitamento e dal loro costo molto elevato. In particolare, gli oneri finanziari sopportati dell'impresa non sono allineati con quelli dei concorrenti in condizioni di squilibrio: in un contesto favorevole del settore, l'azienda "malata" riesce di solito a mantenere a malapena il pareggio, quando invece le aziende sane registrano ricavi consistenti; non appena la congiuntura diventa negativa e le

²³ Paolo Torregrossa, «Il valore del capitale economico e i valori globali di misurazione dell'efficienza aziendale», in *L'impresa - Economia e gestione*, a c. di Maria Martellini (Torino: G. Giappichelli, 2006).

²⁴ Stefano Salvodeo, «La sostenibilità dei finanziamenti», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito* (Milano: Vita e Pensiero, 2014), pp. 201–10.

²⁵ Fabrizio Di Lazzaro e Gianluca Musco, *Analisi aziendale: metodi e strumenti* (Torino: G. Giappichelli, 2015).

aziende migliori vedono una contrazione dei risultati, è facile intuire come l'impresa squilibrata subisca grosse perdite. L'accumulo di perdite e l'esacerbazione degli squilibri pone, inevitabilmente, tale impresa nell'impossibilità di reagire, anche se sarebbe molto superficiale attribuire alla componente finanziaria la responsabilità esclusiva del declino e della crisi. In genere, lo squilibrio è causato dai fattori di cui si è discusso sopra (inefficienza, errori strategici, rigidità, ecc.), che costituiscono le vere cause della crisi e indeboliscono l'azienda anche sul piano finanziario. La successione degli eventi, nella maggioranza dei casi, segue questo schema:

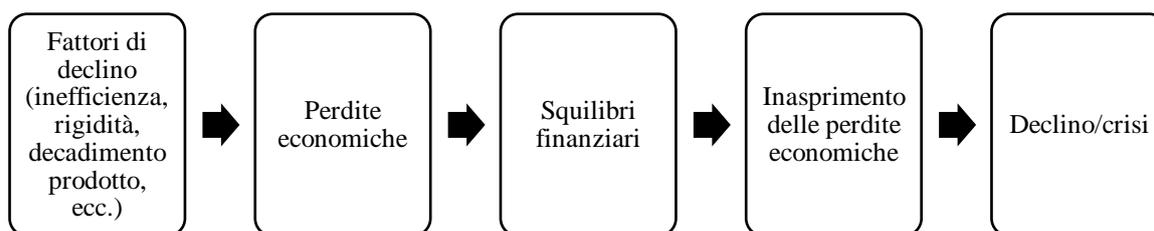


Figura 1.6: la sequenza degli eventi che causano la crisi - Fonte: *Guatri (1995)*

Lo squilibrio finanziario si associa usualmente anche ad un altro tipo di squilibrio, definito più precisamente come patrimoniale. Esso consiste nella scarsità di mezzi propri a titolo di capitale e di riserve rispetto ad altre componenti della situazione patrimoniale (indebitamento, totale attivo). Chiaramente tale scarsità espone l'impresa ad un rischio di crisi maggiore perché essa ha poche risorse da opporre alle perdite che si producono, soprattutto nel caso in cui quest'ultime abbiano eroso anche le ultime riserve disponibili, compromettendo il necessario equilibrio tra attività e passività e obbligandola a determinate scelte che possono prevedere anche la liquidazione o il cambiamento della forma societaria. La connessione dell'elemento patrimoniale con quello finanziario è molto forte, dato che una sua debolezza accresce l'importo degli oneri finanziari, sia per le poche garanzie offerte ai creditori, sia per una conseguenziale limitata capacità contrattuale dell'azienda che la induce a sottoscrivere condizioni per il credito più onerose.

1.3 Il percorso della crisi

Il punto di partenza imprescindibile per cercare di capire approfonditamente gli stadi in cui si articolano declino e crisi è fare una distinzione fra questi due concetti in apparenza simili. In primis, per definire in maniera convincente il declino bisogna far riferimento a delle basi quantitative che consentono un approccio funzionante e che sia teoricamente convincente. Secondo Guatri, la teoria che meglio si presta all'obiettivo è la *teoria di creazione del valore*, basata sull'accrescimento del valore economico ΔW come scopo principale da perseguire in un determinato periodo, con $W = R/i$ (con R = reddito annuo atteso e i = tasso di capitalizzazione). Utilizzando il valore economico come strumento di valutazione della performance aziendale, il declino può essere connesso ad una performance negativa di ΔW , cioè alla distruzione di valore in un arco di tempo pluriennale. La causa principale di declino viene individuata nella perdita di capacità reddituale oltre un determinato livello d'intensità: il decremento di flussi reddituali deve essere sistematico ed irreversibile (cioè non di natura straordinaria e senza interventi risanatori), e deve essere analizzato non solo guardando i dati del passato, ma anche quelli attesi. Anche i rischi giocano un ruolo estremamente importante nella perdita di valore: a parità di reddito atteso, infatti, il loro aggravamento significa una maggiore probabilità che i risultati previsti non si realizzino.

La crisi è un ulteriore sviluppo – graduale o improvviso – del declino con gravi ripercussioni sui flussi finanziari, in cui si possono notare, ad esempio, delle carenze di cassa e perdite di credito che determinano la distruzione definitiva del capitale economico e la messa a rischio della possibilità di sopravvivenza dell'impresa. La crisi è quindi la fase conclamata del declino che, in assenza di interventi esterni, rappresenta il punto di non ritorno definitivo. Premesso ciò, va altresì considerato che la dicotomia fra declino e crisi non è sempre così nette e molto spesso, soprattutto nei processi evolutivi che si sviluppano senza continuità nel tempo, è complesso separarli l'uno con l'altro. Nelle fasi iniziali, infatti, vi sono vere situazioni di crisi che sembrano invece semplici forme reversibili di declino: questo accade quando il flusso di cassa consente di rinviare nel tempo l'esplosione delle difficoltà finanziarie o quando il management è stato particolarmente abile a dissimulare lo stato di declino sia all'azienda, sia ai creditori. Cercando comunque di stabilire un termine iniziale, esso può essere fatto coincidere con diverse misure (riferite al fatturato o al capitale investito) espressive della crescente pesantezza del fenomeno: ad esempio, riguardo alle perdite di valore di capitale economico un sintomo della crisi può essere considerato il calo del valore di un'azione al di sotto del suo valore nominale, anche se non è sempre vero.

Il percorso della crisi si presenta come una sequenza di quattro stadi a cui è possibile associare le manifestazioni salienti con le quali essa si rivela:

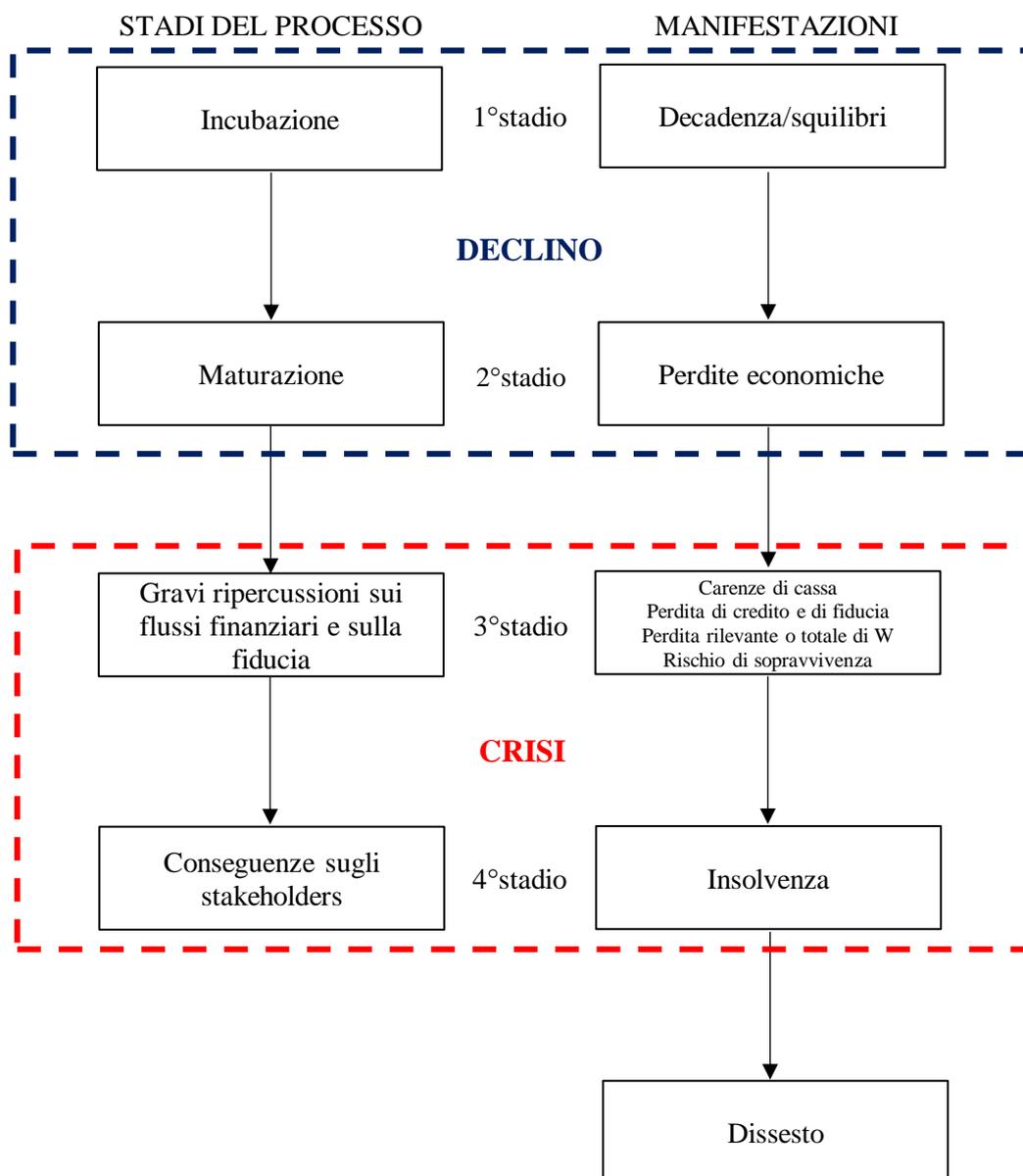


Figura 1.7: i quattro stadi del percorso di crisi - Fonte: Guatri (1995)

I primi due stadi corrispondono al declino dell'impresa. Più precisamente, il primo stadio è quello dell'incubazione, le cui manifestazioni principali sono la decadenza e lo squilibrio; ad essa segue la maturazione, che si traduce in una perdita dei flussi reddituali e di valore di capitale e in cui si palesano in maniera ancora più chiara i segnali di decadimento appena menzionati. Il declino rappresenta un momento in cui si manifestano le prime inefficienze, in cui la capacità reddituale dell'impresa inizia ad abbassarsi e la sua immagine ad indebolirsi agli occhi degli stakeholders, innescando un processo di peggioramento sia della qualità dei

prodotti offerti, quanto nei rapporti con i clienti e i fornitori. Si tratta di una fase che, per quanto delicata, non è assolutamente irreversibile: i flussi economici, infatti, non assumono necessariamente segno negativo, ma il management deve effettuare degli interventi correttivi quanto prima per scongiurare una situazione di insolvenza economica. Molto spesso, infatti, i vertici aziendali rimangono inoperosi di fronte a questi accadimenti pensando che si tratti di un passaggio fisiologico della vita d'impresa con la differenza che, se non effettuati tali interventi, il declino si trasformerà nella crisi vera e propria.

Gli ulteriori due stadi vanno a definire la crisi vera e propria: essa può essere descritta come una degenerazione irreversibile delle condizioni di declino che sfocia in uno stato di elevata instabilità²⁶. Più precisamente, il terzo stadio è il cosiddetto “momento finanziario”, ossia quello in cui sono visibili le ripercussioni delle perdite sui flussi di cassa e la diminuzione del credito e dell'affidabilità dell'impresa. Il quarto stadio corrisponde allo scoppio della crisi che va a danneggiare tutti gli stakeholders e di cui l'insolvenza e il dissesto ne sono le manifestazioni possibili.

La prima è l'incapacità di affrontare regolarmente le obbligazioni in essere, dove qualsiasi intervento appare – oltre che tardivo – anche problematico e con possibilità di successo molto risicate. Il dissesto segue l'insolvenza ed è una situazione di squilibrio patrimoniale ancor più grave dove il rimedio per salvare l'azienda è ancora tuttavia possibile, a patto che i creditori sacrifichino considerevolmente le loro pretese.

Il modello sopra esposto funge da punto di riferimento nella letteratura italiana anche se ovviamente non è l'unico. Fra i tanti proposti negli anni successivi, vale la pena considerare il modello di Buttignon, il quale sintetizza il percorso evolutivo della crisi individuandone tre fasi che corrispondono anche a tre diverse tipologie²⁷. Si tratta, nello specifico, di uno schema che mette in relazione – studiandone le dinamiche nel corso del tempo – quattro diverse variabili: flusso di cassa operativo, valore di funzionamento, debito e il valore di liquidazione del capitale dell'azienda.

La prima fase, denominata *crisi potenziale*, presenta delle prospettive negative in merito ai flussi di cassa operativi attesi che, se combinati con un debito elevato, possono spingere più velocemente l'azienda verso il punto critico della crisi. Queste previsioni negative sono correlate a una serie di cause operative e strategiche legate all'azienda o al mercato in cui

²⁶ Falini (2011), *op. cit.*, p. 15

²⁷ Fabio Buttignon, «Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva», *Rivista dei dottori commercialisti* 2 (2008): pp. 243–81.

essa opera (crisi di domanda, pressione sui prezzi, perdita di competitività dei prodotti, dinamica dei costi, ecc.). In questo caso la crisi si manifesta in forma effettiva con il potenziale passaggio dei diritti di controllo sugli asset dagli azionisti ai creditori; i vertici aziendali devono essere bravi a porre degli accorgimenti tempestivi con operazioni sia di gestione interna, quali ad esempio piani di ristrutturazione per acquisire nuova finanza e modificare il debito esistente, che esterna, come la ricerca di nuove alleanze industriali.

Il modello di Buttignon

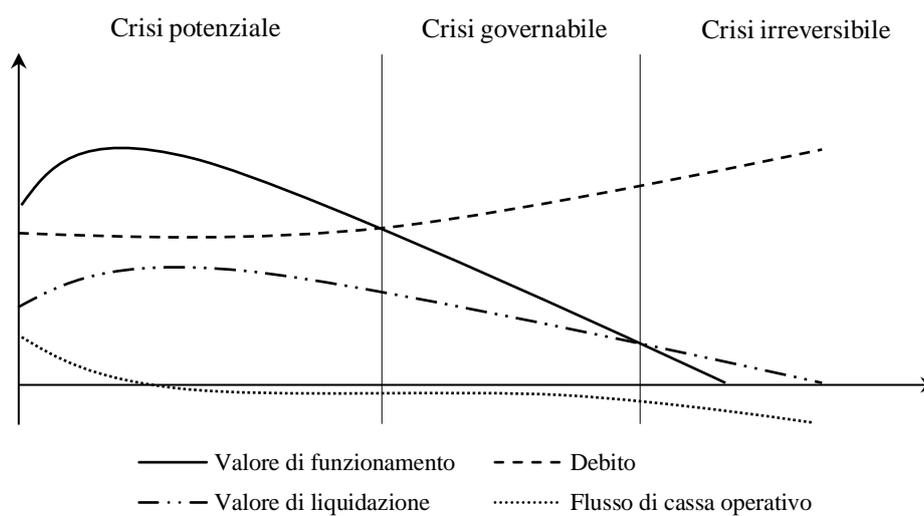


Figura 1.8: il modello a tre fasi - Fonte: *Buttignon (2008)*

Nel caso in cui il contrasto della prima fase si sia rivelato infruttuoso, l'impresa passa al secondo stadio, quello della *crisi governabile*. In questa fase si nota un valore operativo del capitale inferiore al debito, ma superiore al valore di liquidazione. Il debito è assunto crescente per il peggioramento della situazione operativa e il valore di liquidazione è visto decrescente per i probabili effetti negativi anche su tale valore della crisi in essere. L'effetto più rilevante in questa fase è il declino del valore operativo dell'azienda, che evidenzia la necessità di operare celermente ed efficacemente. È in questa fase che il management si ritrova a fronteggiare la crisi in atto, effettuando una prima ricerca sulle cause e delineando le prime correzioni da effettuare.

L'ultimo stadio della crisi, quello della *crisi irreversibile*, viene raggiunto quando il valore di liquidazione è superiore al valore di funzionamento. In questa situazione, essendo venuta meno la capacità dell'azienda di creare un valore economico tale da garantire il proseguimento della sua esistenza, si rende ineluttabilmente necessaria una procedura di liquidazione palesando l'inefficacia delle azioni poste in atto dal management nelle prime due fasi. Ciò, tuttavia, non toglie che si possano effettuare i correttivi necessari, anzi;

naturalmente diventa più probabile che gli interventi di ristrutturazione, anche se progettati accuratamente, non funzionino. L'impresa, quindi, dovrà individuare i propri asset a maggior valore positivo e liquidarli cercando la miglior offerta possibile per ogni bene.

Verrà ora brevemente esposto un altro modello di analisi di crisi d'impresa appartenente però alla letteratura estera. Esso, pur avendo degli inevitabili punti in comune con i due sopra esposti, risente di un approccio diverso determinato anche dalla cultura aziendale dei paesi d'origine degli autori.

Il modello in questione è quello proposto da Shein²⁸ e successivamente ripreso ed integrato da Tangpong et al²⁹. Esso descrive cinque fasi nel processo di declino e crisi delle imprese:

1. *Blinded phase*: il declino è ancora latente ma soprattutto il management tende a sottostimarlo, dato che la manifestazione più ricorrente è una lieve flessione dei ricavi generalmente ricondotta ad un periodo di settore o macroeconomico negativo.
2. *Inaction phase*: calano le riserve di liquidità e le imprese perdono quote di mercato. Esse, ad ogni modo, appaiono ancora solide dal punto di vista finanziario e quindi i capi aziendali esitano ancora ad agire nonostante sia evidente il bisogno di prendere contromisure.
3. *Faulty action phase*: lo stato di crisi sta assumendo carattere patologico e finalmente l'impresa interviene. Tuttavia, le contromisure effettuate non servono a migliorare le condizioni, vuoi per informazioni sbagliate, vuoi per l'incompetenza del management.
4. *Crisis phase*: la cassa è quasi completamente erosa e probabilmente ha sfiorato i covenant dei finanziamenti bancari. Si tratta dell'ultima occasione disponibile per ristrutturare e avviare un processo di ripresa, ma la strada per farlo è in salita: i dipendenti – intuendo la situazione – sono passati ai concorrenti, i fornitori sono accondiscendenti a pagamenti in ritardo e i revisori contabili ne mettono in dubbio la continuità.
5. *Dissolution phase*: non ci sono più le condizioni base per proseguire. L'impresa dovrà ristrutturare in ottica prefallimentare o entrare in liquidazione volontaria al fine di ripartire le attività aziendali.

²⁸ James B. Shein, *Reversing the slide: A strategic guide to turnarounds and corporate renewal* (San Francisco: John Wiley & Sons, 2011).

²⁹ Chanchai Tangpong, Michael Abebe, e Zonghui Li, «A temporal approach to retrenchment and successful turnaround in declining firms», *Journal of Management Studies* 52, n. 5 (2015): pp. 647–77.

Cap. 2: l'analisi finanziaria dell'impresa

2.1 L'analisi finanziaria per indici

L'obiettivo del secondo capitolo è quello di illustrare le dinamiche all'origine della crisi aziendale, cercando di individuarne i principali fattori causali attraverso l'analisi del bilancio e l'utilizzo di modelli statistici. Nel presente paragrafo, viene in prima battuta approfondita l'analisi finanziaria per indici spiegandone gli obiettivi, le fasi e i diversi criteri utilizzati, per affrontare in seguito il tema dell'analisi della redditività. Si procederà anche ad elencare i principali segnali di allerta della crisi, illustrando i vari modelli – sia quantitativi che qualitativi – che si sono susseguiti nel corso degli anni per prevedere tempestivamente e con efficacia una disfunzione aziendale.

Va innanzitutto specificato che un'esaustiva conoscenza del bilancio, seppur necessaria, non è da sola un requisito sufficiente per comprendere le cause della crisi ed effettuare gli opportuni correttivi. Le informazioni in esso contenute, infatti, devono essere opportunamente rielaborate: fra le attività che il consulente dell'impresa in crisi deve svolgere ricoprono un ruolo di vitale importanza l'analisi storica delle condizioni di economicità dell'impresa, la riclassificazione del bilancio e il calcolo degli indici. L'analisi finanziaria per indici è quindi un processo articolato nelle seguenti fasi:

1. Acquisizione dei documenti e delle informazioni per l'analisi storica e il calcolo degli indicatori (bilanci d'esercizio, report periodici e previsioni di settore, ecc.);
2. Riclassificazione dello stato patrimoniale secondo criteri finanziari;
3. Calcolo degli indici;
4. Interpretazione dei valori ottenuti attraverso un confronto temporale o spaziale.

L'analisi storica è finalizzata a comprendere quali siano gli elementi rilevanti per la pianificazione futura del business e a ottenere informazioni preziose sulle dinamiche che caratterizzano l'equilibrio economico generale dell'impresa. Quest'ultimo può essere definito secondo quattro profili:

1. Equilibrio economico in senso stretto

Consiste “nella capacità di ripristinare le risorse impiegate nel processo produttivo (...) consumate nella combinazione produttiva”³⁰. Si tratta di un equilibrio finalizzato ad ottenere ricavi che coprano gli elementi di costo di cui sopra; nello specifico, l'imprenditore

³⁰ Luca Francesco Franceschi, *La cessione d'azienda. Profili economico aziendali e procedurali* (Milano: Cedam, 2007).

deve ottimizzare le risorse per massimizzare la produzione a parità di risorse usate e adottare una struttura di costi equilibrata

2. *Equilibrio patrimoniale*

Si realizza quando l'azienda, svolgendo la propria attività d'impresa, conserva un patrimonio in linea con il proprio modello di business. A tal proposito, è molto complesso riconoscere quando un'azienda si trova in disequilibrio patrimoniale: secondo Sostero (2003) *“la congruità fra il patrimonio e gli investimenti necessari per il svolgimento nella gestione (...) può essere valutata solamente caso per caso alla luce di numerose condizioni di contesto”*³¹. Essa quindi dipende, fra gli altri, dalla natura degli investimenti, il loro grado di liquidità e da come i terzi contribuiscono al loro finanziamento.

3. *Equilibrio finanziario*

Si verifica in presenza di un equilibrio fra le fonti di finanziamento e le attività acquisite dall'azienda tramite tali fonti (c.d. “impieghi”). Tale equilibrio può essere definito *statico* nel senso che le fonti devono essere proporzionali agli impieghi stessi, oppure *dinamico* con riferimento al bilanciamento – necessario – fra i flussi di cassa in entrata e in uscita in uno specifico periodo di tempo.

4. *Equilibrio monetario*

Descrive la capacità aziendale di generare flussi di cassa positivi nel breve periodo per pagare regolarmente le proprie obbligazioni nei confronti dei creditori. Questo equilibrio viene generalmente monitorato attraverso il budget di cassa.

Come descritto sopra, i bilanci d'esercizio forniscono numerose informazioni atte a valutare la gestione aziendale nel complesso e i risultati finanziari e reddituali derivanti da essa; tuttavia, senza un'adeguata attività di riclassificazione, il bilancio non costituisce da solo uno strumento sufficiente per una comprensione esaustiva della realtà aziendale, né tantomeno consente di avviare un confronto costruttivo con i risultati dei concorrenti³². Per queste ragioni, l'operazione preliminare al calcolo degli indicatori consiste nella riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, cercando di riadattare questi due prospetti alla tipologia di analisi da effettuare e agli indici che si vogliono determinare. Il ricorso alla riclassificazione consente di migliorare la comprensione delle performance e l'analisi dei diversi equilibri appena descritti. Inoltre, questa attività può avere

³¹ Ugo Sostero, *L'economicità delle aziende* (Milano: Giuffrè, 2003).

³² Andrea Dell'Aquila, «Fondamenti di analisi finanziaria: la riclassificazione del bilancio», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito* (Milano: Vita e Pensiero, 2014), 141–51.

per oggetto anche i dati prospettici dell'impresa: ciò permette una migliore pianificazione del futuro della stessa anche attraverso un loro raffronto con i dati consuntivi.

Infine, il consulente altresì effettuare la comparazione, per rapporto o differenza, dei valori o degli aggregati ottenuti con la riclassificazione. Una volta effettuati i calcoli, si può procedere all'analisi dei flussi e alla costruzione del rendiconto finanziario: tale attività consente di eseguire una lettura finanziaria e monetaria dei fenomeni avvenuti durante l'esercizio, aiutando il management a capire quegli aspetti economici – finanziari alla base della crisi e su cui si deve intervenire.

Prima di procedere alla costruzione degli indici, l'azienda e il consulente devono conoscere le loro caratteristiche principali e le condizioni in cui essi forniscono il loro maggiore potenziale informativo: la loro applicazione deve essere ragionata e non di tipo meccanicistico³³. Un indice deve essere sempre confrontato con parametri di riferimento (storici, di settore, obiettivo, sistemici) in cui assume ragguardevole importanza il sistema di relazioni e interconnessioni in cui si trova. Questa tipologia d'analisi può essere di specie temporale o spaziale. Nel primo caso, si può capire come gli indicatori – confrontati con altri indici dell'impresa medesima relativi ai precedenti esercizi – si evolvono nel tempo; nel secondo mettono a confronto le performance dell'azienda con valori ad essa esterni (medie di settore, indici standard o tratti dai bilanci dei concorrenti): questo permette al management di riconoscere i vantaggi e gli svantaggi competitivi dell'impresa.

Da quanto appena spiegato discende che – pur essendoci dei “numeri” di riferimento che illustrano lo stato di salute dell'impresa – non ha senso stabilire preventivamente un valore predefinito, poiché quest'ultimo dipende dalle condizioni in cui opera l'azienda e dal suo profilo strategico e operativo.

Fatte queste premesse, l'analisi per indici del bilancio d'esercizio presenta qualche limite inevitabile. Alcuni di essi sono strettamente legati all'oggetto di analisi: spesso i bilanci richiedono di essere normalizzati, defiscalizzati e deflazionati per isolare l'effetto – rispettivamente – delle componenti straordinarie, di diversi regimi fiscali e delle svalutazioni monetarie. Alcuni ostacoli sono connessi alla scelta degli strumenti, come metodologie di riclassificazione non coerenti con gli scopi perseguiti; altri invece sono legati all'utilizzo degli strumenti: mancato ricorso al sistema degli indici in fase interpretativa, ridotta espressività degli indici selezionati, esclusione delle variabili flusso nella loro costruzione o nessun collegamento con l'analisi della dinamica finanziaria.

³³ Claudio Teodori, *L'analisi di bilancio* (Torino: Giappichelli, 2000), pp. 5 - 51

L'analisi finanziaria per indici - fra le varie applicazioni che può trovare – ricopre un ruolo di estrema importanza nelle operazioni di restructuring e turnaround aziendale. Essa, infatti, permette di valutare la solvibilità aziendale, intesa come capacità di rispettare – nell'ammontare e nella scadenza – gli impegni finanziari generati dalle operazioni di gestione. Nel caso in cui i flussi finanziari in entrata e in uscita non siano bilanciati fra loro, si determina una condizione di rischio (da intendersi come rischio del credito) che può influenzare in modo negativo il giudizio qualitativo sulla solvibilità.

Nello specifico, la solvibilità aziendale è a sua volta il risultato combinato di due parti: la liquidità e la solidità. La prima accerta se nel “breve periodo”³⁴ i flussi monetari in entrata siano pari a quelli in uscita; la seconda svolge il medesimo compito su un arco temporale più ampio. In entrambi i casi, l'analisi si sviluppa ulteriormente su due livelli di indagine: l'analisi di *primo livello* studia la correlazione presente tra fonti e impieghi, definendo i quozienti di struttura, disponibilità e di tesoreria; l'analisi di *secondo livello* si focalizza invece sulla composizione delle fonti e degli impieghi, approfondendo anche la durata media del ciclo del capitale del circolante.

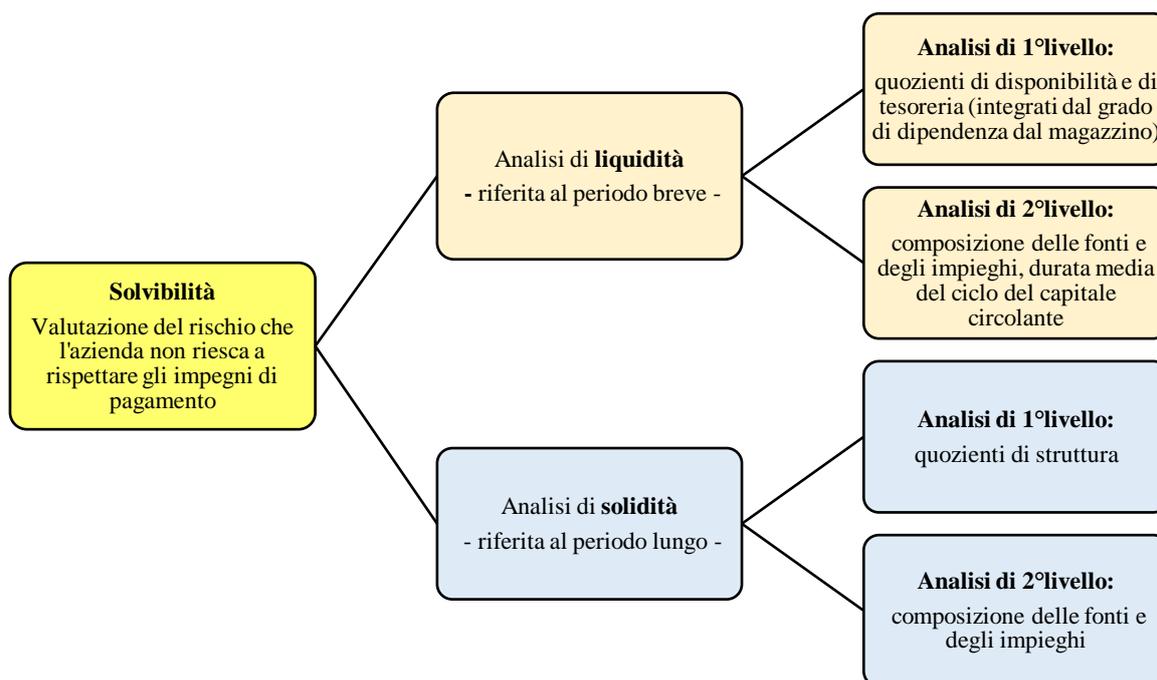


Figura 2.1: le due dimensioni della solidità aziendale - Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

³⁴ L'espressione “breve periodo” si riferisce ad un'attività o una passività che viene realizzata o estinta in un periodo pari a 12 mesi. Tale riferimento temporale, il cui utilizzo è diffuso anche in sede di redazione del bilancio per distinguere l'esigibilità – ad esempio di un credito – entro/oltre l'esercizio successivo, sarà usato anche in questo testo.

2.1.1 La riclassificazione dello stato patrimoniale

Dopo aver illustrato il *modus operandi* per condurre un'analisi di bilancio, nel presente sottoparagrafo vengono spiegati i principali criteri di riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico. Tutto ciò verrà svolto dando per scontato che si conosca la struttura e il contenuto "civilistico" di tali scritture contabili.

Esistono due principali criteri di riclassificazione dello stato patrimoniale. Precisamente, tale attività può essere condotta secondo:

- Il criterio "funzionale" anche detto della pertinenza gestionale, che si concentra sulla gestione a cui fanno riferimento i finanziamenti e gli investimenti;
- Il criterio della liquidità/esigibilità o criterio finanziario, che pone l'attenzione sulla durata (o meglio sulla scadenza) dell'investimento e del finanziamento.

Il criterio funzionale qualifica in modo diverso, rispetto al criterio finanziario, le attività e le passività risultanti dal bilancio d'impresa. Innanzitutto, tale modello colloca le voci nelle macro-classi dell'attivo o del passivo basandosi sulle funzioni svolte e non sul tempo che occorre per generare liquidità. Al posto delle attività si parla più propriamente di impieghi netti, derivanti dall'investimento dei capitali forniti dai soci e dai terzi finanziatori, che rappresentano la fonte di finanziamento dell'impresa. Dall'altra parte, questo stato patrimoniale evidenzia le sole fonti di finanziamento onerose, che necessitano una remunerazione in termini di oneri finanziari o distribuzione di utili. Di seguito, viene sintetizzata la riclassificazione appena descritta:

| IMPIEGHI | FONTI |
|-------------------------------------|-----------------------------|
| Capitale Circolante Netto Operativo | Posizione Finanziaria Netta |
| Attivo fisso netto operativo | Patrimonio Netto |
| Beni accessori | |

Figura 2.2: la riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale - Fonte: *Dell'Aquila (2014)*

Nel dettaglio, gli impieghi sono formati dal *capitale circolante netto operativo*, l'*attivo fisso netto operativo* e i *beni accessori*. Il primo elemento, indicato anche con gli acronimi CCN o CCNO³⁵, è dato dalla differenza fra le attività e passività a breve di natura operativa (crediti

³⁵ Il CCN è anche definito quale capitale circolante commerciale (CCC) qualora si riferisca unicamente alle partite a breve termine specificatamente connesse al business dell'impresa.

verso clienti, rimanenze, debiti verso fornitori, ecc.). Si tratta di poste connesse in maniera intrinseca con la gestione dell'azienda e al suo tipico ciclo operativo di funzionamento: acquisizione materie prime e servizi di lavorazione – vendita.

L'attivo fisso netto operativo³⁶ invece comprende i valori degli investimenti in immobilizzazioni e cespiti che sono necessari per lo svolgimento dell'attività produttiva, al netto dei fondi rischi. A questi due elementi, la cui somma rappresenta il cosiddetto capitale investito netto operativo (o CINO), vanno aggiunti i beni accessori. Definiti anche *no core assets* o *surplus assets*, essi rappresentano una classe di attività non indispensabili per il business produttivo aziendale e possono essere dismessi senza gravi conseguenze sotto il profilo economico – produttivo dell'azienda. Essi, addizionati al CINO, concorrono a formare il CIN, ossia il capitale investito netto. Il CIN rappresenta quindi gli investimenti effettuati dall'impresa nella gestione caratteristica che devono trovare una necessaria e adeguata copertura nel capitale acquisito totale; più il suo valore cresce, maggiore sarà la richiesta da parte dell'impresa di risorse finanziarie a vario titolo (debito o patrimonio netto). Le fonti, invece, sono rappresentate dai capitali ricevuti dall'azienda: si tratta del capitale di rischio (conferito dai soci) e di quello di debito (ottenuto da terzi finanziatori come quali banche, istituti di leasing, ecc.). Le poste che le compongono sono due: la *posizione finanziaria netta* e il *patrimonio netto*.

La prima è data, da un punto di vista analitico, dalla differenza fra i debiti³⁷ di natura finanziaria e i crediti/attività della stessa natura. Denominata anche esposizione finanziaria netta, essa “*esprime l'ammontare dei debiti finanziari al netto delle attività che potrebbero essere liquidate ed utilizzate immediatamente per il rimborso; fornisce pertanto una misura dell'ammontare di debito per il quale non esiste un'immediata copertura*”³⁸. La PFN è una grandezza che negli ultimi tempi sta trovando sempre più campo nella comunicazione economico – finanziaria, nei documenti che corredano la formazione del bilancio d'esercizio e nei piani aziendali, specialmente in contesti di turnaround o nella costruzione di clausole contrattuali che legano prezzi e altre variabili alle performance aziendali³⁹. La grande versatilità della posizione finanziaria netta viene ulteriormente confermata dalle

³⁶ Nell'aggregato in questione viene ricompreso anche il debito per TFR, vista la sua natura di posta a medio – lungo termine e la sua funzionalità alla gestione, in quanto originato proprio dallo svolgimento del business dell'impresa.

³⁷ Sia a breve che a lungo termine, al netto delle disponibilità monetarie.

³⁸ Maurizio Dallochio e Antonio Salvi, *Finanza aziendale 1 - finanza ordinaria* (Milano: Egea, 2011).

³⁹ Gilberto Montecchi e Andrea Panizza, «La posizione finanziaria netta: definizione, composizione, segno algebrico e sua interpretazione», *Amministrazione & Finanza* 1 (2016): pp. 61–70.

recentissime Linee Guida CNDCEC “*Informativa e valutazione nella crisi d’impresa*” – incentrate sulla definizione con approccio aziendalistico dei concetti di crisi e insolvenza – nell’identificare gli strumenti di indagine atti ad accertare le prospettive aziendali citano il rapporto tra il MOL⁴⁰ e la Posizione Finanziaria Netta aziendale quale indicatore della capacità di ripianare l’indebitamento finanziario. Il rapporto PFN/EBITDA è infatti frequentemente utilizzato per identificare il confine tra le situazioni di equilibrio o squilibrio finanziario. Tale indicatore – secondo la letteratura – dovrebbe assumere un valore limite pari a 5 per evitare una situazione di eccessivo indebitamento aziendale, soprattutto nei periodi di recessione e deflazione⁴¹.

Da ultimo, va evidenziato come non risulti facile effettuare un’individuazione puntuale degli elementi che la compongono: la tabella sottostante riporta lo schema di PFN contenuto nel documento OIC 6.

Tabella 2.1: il modello PFN secondo OIC 6

| |
|---|
| Disponibilità liquide |
| Altre attività finanziarie correnti |
| Crediti finanziari correnti |
| Debiti bancari correnti |
| Parte corrente dell’indebitamento non corrente |
| Altre passività finanziarie correnti |
| Debiti per leasing finanziario correnti |
| Indebitamento finanziario corrente netto (a) |
| Debiti bancari non correnti |
| Obbligazioni emesse |
| Altre passività finanziarie non correnti |
| Debiti per leasing finanziario non correnti |
| Indebitamento finanziario non corrente (b) |
| Posizione finanziaria netta (c = a+b) |

Fonte: *Montecchi, Panizza (2016)*

⁴⁰ Margine Operativo Lordo. Si tratta di un aggregato intermedio derivante dalla riclassificazione del conto economico, ottenuto dalla differenza fra il valore aggiunto e il costo del lavoro. La sua principale caratteristica è quella di possedere una valenza finanziaria, dato che tutti i valori che lo compongono generano variazioni a livello finanziario.

⁴¹ Giovanni La Croce, «Il confezionamento di un piano di salvataggio dell’impresa in crisi da attestare», *Il Fallimento* 10 (2014): p. 979.

Questo modello, a cui le aziende si ispirano per l'elaborazione della PFN, contiene delle indicazioni che impongono una particolare attenzione per determinate fattispecie. Si fa riferimento, nello specifico, ai debiti per canoni leasing: essi devono essere infatti inseriti nella PFN anche dalle società che adottano i principi contabili nazionali OIC e che contabilizzano i canoni leasing secondo il metodo patrimoniale. Sono soggette ad un trattamento decisamente più complesso altre voci dello stato patrimoniale, come il Trattamento di Fine Rapporto e i fondi ristrutturazione⁴². Esse – secondo il parere di importanti autori – vanno incluse nel calcolo della PFN in quanto *“andrebbero anche considerate quelle poste che hanno natura assimilabile ai debiti finanziari”*⁴³. L'inclusione del TFR non è univoca in quanto si tratta di voce che nella riclassificazione dello stato patrimoniale elaborato con il criterio della pertinenza gestionale, può essere considerato, a seconda dei casi, a diminuzione del capitale immobilizzato o del capitale circolante. A sua volta il fondo ristrutturazione, quando non riferito ad oneri di ristrutturazione finanziaria, si ritiene non debba essere ricompreso nella PFN ma in diminuzione del capitale immobilizzato o del capitale circolante. Una voce che per natura non dovrebbe essere ricompresa nella PFN ma della quale comunque si suggerisce il calcolo è rappresentata dai debiti fiscali e contributivi rateizzati secondo le normative vigenti. Infatti, se una società in crisi di liquidità omettesse il pagamento di imposte e contributi e ottenesse una dilazione di pagamento, si assisterebbe alla trasformazione della natura del debito in finanziario con conseguente sua riclassificazione nella PFN. Stessa sorte toccherebbe ai debiti operativi rateizzati, ossia quei piani di rientro accordati da fornitori o da altri creditori non finanziari. Per quanto riguarda le disponibilità liquide, si può omettere di includere la liquidità operativa (es. la cassa dei negozi retail, che viene considerata posta del capitale circolante) e quando la liquidità assume natura transitoria e non strutturale (derivante, ad esempio, dalla cessione di un asset destinato alla sostituzione).

Chiude il discorso relativo alle fonti la posta nota come patrimonio netto. Essa va intesa quale insieme delle parti ideali del capitale netto e delle voci ad esso assimilabili sotto un profilo sostanziale, come potrebbero essere eventuali fondi rischi generati da accantonamenti per scopi futuri non ben specificati. Esso non è quindi soggetto ad alcuna riclassificazione particolare e corrisponde, in sostanza, a quello previsto dall'art. 2424 c.c.

⁴² Si intendono tutti quei fondi che generano impegni a pagare somme future e che contemporaneamente non generano futuri costi di natura operativa.

⁴³ Mauro Bini e Paolo Ghiringhelli, a c. di, *Analisi di bilancio - Parte I* (Milano: Egea, 2015), p. 97.

La seconda metodologia, quella finanziaria, consente nello specifico di fornire giudizi non solo sulla solvibilità dell'azienda, ma anche sull'apprezzamento del rischio finanziario connesso all'impresa e l'elasticità strutturale degli impieghi (intesa come incidenza dell'attivo immobilizzato su quello corrente). Il criterio in esame distingue le voci sulla base del tempo necessario affinché le poste attive o passive vengano rispettivamente realizzate o estinte, usando come linea di demarcazione un lasso temporale posto convenzionalmente a dodici mesi. Le voci vengono pertanto ricollocate in una delle classi dello schema di seguito esposto:

| IMPIEGHI | FONTI |
|-------------------|-----------------------|
| ATTIVO FISSO | MEZZI PROPRI |
| ATTIVO CIRCOLANTE | PASSIVITÀ CONSOLIDATE |
| ATTIVO CIRCOLANTE | PASSIVITÀ CORRENTI |
| ATTIVO CIRCOLANTE | |

Figura 2.2: riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale – Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

Per quanto riguarda le fonti, l'area di destinazione di ciascun valore dipende dal periodo entro il quale esse diventano esigibili. Le fonti si possono distinguere fra *mezzi propri*⁴⁴ – rappresentati dal capitale sociale, il risultato dell'esercizio, le perdite portate a nuovo e altre riserve – e i *mezzi di terzi*, a loro volta suddivisi a seconda della scadenza fra passività correnti e passività consolidate. Le prime fanno riferimento a fonti da rimborsare nell'arco temporale di un esercizio, come ad esempio i debiti nei confronti dei fornitori, i debiti tributari, la quota corrente dei mutui, i ratei e risconti passivi a breve, ecc. Le passività consolidate, al contrario, includono tutti gli elementi con richiesta di rimborso superiore ai

⁴⁴ Si può quindi affermare che i mezzi propri accolgono quei valori del patrimonio netto per i quali non è ancora maturato alcun obbligo di restituzione e/o distribuzioni che determina delle uscite monetarie certe.

dodici mesi, oltre ai fondi rischi e oneri⁴⁵. Esse, sommate ai mezzi propri, formano il cosiddetto capitale permanente dell'impresa, ovvero l'insieme delle fonti di finanziamento a disposizione dell'impresa per un periodo pluriennale.

Gli impieghi invece possono essere suddivisi fra l'*attivo fisso* e l'*attivo circolante*. Nel primo aggregato (noto anche come *attivo immobilizzato*) si trovano i beni di durata pluriennale come, ad esempio, gli impianti, i macchinari e le attrezzature varie, in aggiunta alle attività realizzabili oltre i 12 mesi. Nello specifico, nell'attivo fisso si distinguono le immobilizzazioni di varia natura: materiali, immateriali e finanziarie. L'attivo circolante è suddiviso in tre sottoclassi. Il magazzino accoglie i valori meno liquidi riferiti alle rimanenze fisiche e contabili in attesa di consumazione economica (scorte di materie prime, prodotti finiti e semilavorati, risconti, ecc.) la cui trasformazione liquida – come già specificato prima – viene convenzionalmente assunta nell'arco di un esercizio⁴⁶. La liquidità differita è una classe di valori piuttosto eterogenea accumulati da un tempo di incasso breve (crediti esigibili entro 12 mesi, ratei e risconti attivi a breve, attività finanziarie a breve, ecc.). Da ultima, la liquidità immediata esprime le disponibilità monetarie di cassa e banca, nonché i cosiddetti “mezzi equivalenti”, ossia investimenti finanziari istantaneamente convertibili in moneta senza il rischio di perdere una parte ragguardevole del proprio valore. Rientrano nelle liquidità immediate i saldi attivi sui c/c bancari dell'azienda, le giacenze di cassa, i titoli di pronto smobilizzo, ecc.

All'interno dello stato patrimoniale riclassificato rivestono particolare importanza due aggregati precedentemente introdotti: il *capitale circolante netto globale* e il *capitale circolante commerciale*. L'analisi di queste due grandezze risulta fondamentale per capire la capacità dell'impresa di estinguere passività a breve termine mediante il realizzo di attività dello stesso periodo. Si tratta quindi di uno studio di vitale importanza sia per il management, sia per l'analista esterno, realizzabile anche tramite una riclassificazione dello stato patrimoniale finanziaria.

Nel capitale circolante attivo sono raccolti, come già anticipato, i valori relativi alla liquidità (immediata e differita) e alle rimanenze. Dato che il capitale circolante lordo trova la propria

⁴⁵ Le passività a breve accolgono senza distinzione sia i debiti di natura commerciale sia quelli finanziari a breve, in quanto considerati equivalenti sotto il profilo temporale della esigibilità (entro un anno). Lo stesso discorso è valido altresì per le passività a medio/lungo termine – sia funzionali che finanziarie – esigibili oltre l'anno: questo perché il criterio di analisi si fonda sulla distinzione temporale relativa al momento di “monetizzazione” delle partite in bilancio, cioè al momento di manifestazione dell'entrata o uscita finanziaria.

⁴⁶ Spesso le aziende trovano utile suddividere le rimanenze di beni tra quelli che saranno impiegate nel corso dei successivi dodici mesi oppure oltre tale periodo. In quest'ultimo caso, le rimanenze vanno classificate tra l'attivo immobilizzato.

copertura nelle passività correnti, considerare la differenza fra le due grandezze diventa un'operazione estremamente importante. Essa è nota appunto come capitale circolante netto (CCN) e misura l'effettivo gap nella parte corrente:

$$\text{CCNC} = \text{Crediti commerciali} + \text{scorte a magazzino} - \text{debiti commerciali} \quad [2.1]$$

In quest'ottica, la solvibilità aziendale nel breve termine è da ritenersi soddisfacente se il CCN assume un valore positivo; al contrario, un valore inferiore a zero indicano che una parte di attività immobilizzate viene finanziata con passività a breve termine, rivelando una situazione assai delicata sotto il profilo dell'equilibrio finanziario⁴⁷.

La nozione di capitale circolante netto assume un ruolo chiave anche nell'analisi finanziaria (argomento che verrà trattato in seguito) visto che consente di valutare l'equilibrio della struttura patrimoniale – finanziaria dell'azienda, dato dalla relazione fra fonti e impieghi totali di capitale. Un appropriato bilanciamento fra il grado di liquidità – realizzabilità dei vari impieghi e quello di esigibilità delle fonti risulta imprescindibile al fine di evitare tensioni finanziarie.

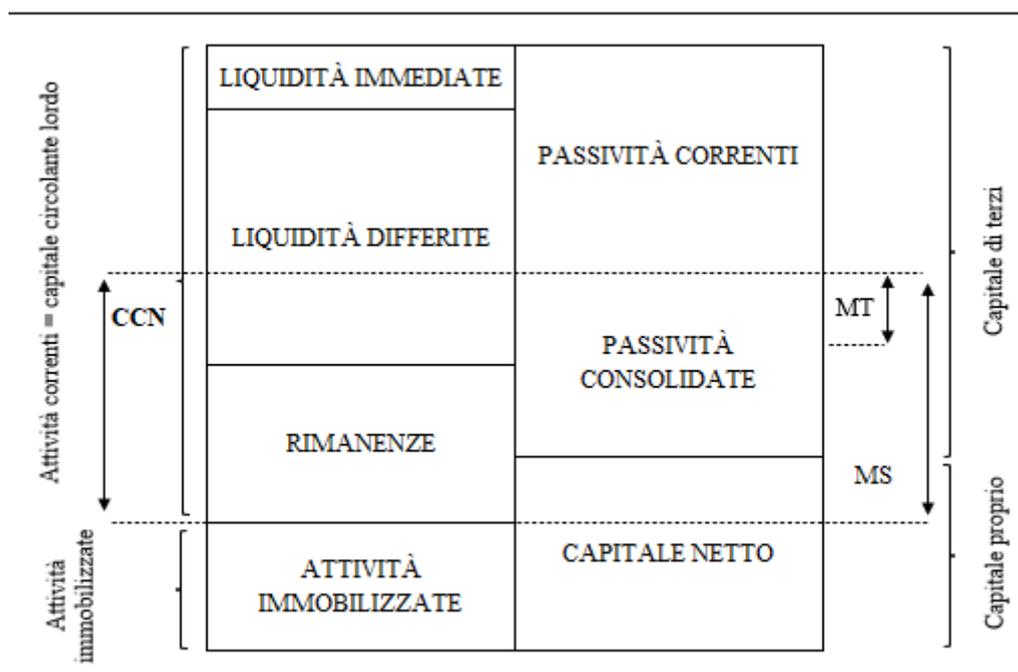


Figura 2.3: la rappresentazione grafica del CCN nella riclassificazione secondo il criterio finanziario – Fonte: Riccio (2014)

⁴⁷ Giuseppe Riccio, *Il controllo del capitale circolante e delle condizioni del credito per il miglioramento delle performance aziendali* (Torino: Giappichelli Editore, 2014), pp. 20–35.

La figura di cui sopra mostra come il capitale circolante netto possa essere calcolato anche come differenza tra le fonti finanziarie consolidate (passività a medio e lungo termine e capitale proprio) e attività immobilizzate⁴⁸. Tale differenza, nota come margine di struttura di secondo livello, risulta essere uno degli indici più utilizzati nella valutazione della solidità aziendale.

Il capitale circolante commerciale è un aggregato composto dalla somma di tre voci che assumono particolare rilevanza nella determinazione del fabbisogno finanziario:

$$\text{CCNC} = \text{Crediti commerciali} + \text{scorte a magazzino} - \text{debiti commerciali}$$

Tale aggregato, in sintesi, indica il fabbisogno finanziario dell'azienda derivante dalla sola attività operativa: le sue dinamiche sono quindi strettamente connesse con quelle dei costi e dei ricavi operativi riflessi nel conto economico⁴⁹. Infatti:

- I crediti commerciali sono la contropartita dei ricavi relativi a merci o prodotti venduti per i quali non si è ancora realizzato l'incasso;
- Le scorte di magazzino sono collegate ai costi sostenuti per l'acquisto di beni che, non essendo stati venduti nel corso dell'esercizio, non sono di competenza di quest'ultimo;
- I debiti sono la contropartita dei costi sostenuti per l'acquisto di merci e per la produzione di beni per i quali non si è ancora verificato l'esborso monetario.

Esso risulta essere particolarmente utile per le aziende di piccole dimensioni, nella maggioranza delle quali è plausibile l'assenza di attività accessorie e che i crediti commerciali, congiuntamente con le rimanenze e i debiti della stessa natura, diano luogo a flussi di cassa entro i dodici mesi successivi.

Da un punto di vista strettamente algebrico, un valore positivo del CCNC indica che l'azienda deve finanziare tale valore con fonti di natura finanziaria; al contrario, un valore negativo significa che l'azienda è in grado di usare i debiti commerciali come fonte di finanziamento del capitale circolante lordo. Le aziende con CCC negativo non avranno particolari criticità da affrontare nella scelta delle politiche commerciali e nel monitoraggio

⁴⁸ Osvaldo Paganelli, *Analisi di Bilancio - Indici e Flussi* (Torino: Utet, 1991).

⁴⁹ Edoardo Lombella, «L'analisi delle politiche di investimento», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito* (Milano: Vita e Pensiero, 2014), 141–51.

degli incassi, a causa del livello molto contenuto dei crediti. Esse dovranno prestare particolare attenzione alla politica degli approvvigionamenti dato il livello basso di scorte⁵⁰. Per procedere al calcolo degli indici, si supponga ora di aver riclassificato lo stato patrimoniale secondo il metodo finanziario. Le poste attive indicate all'interno dell'art. 2424 c.c. devono essere inserite secondo i criteri illustrati nella tabella sottostante:

Tabella 2.2: le voci dell'attivo secondo la riclassificazione finanziaria

| ATTIVO | IMPIEGHI | | | | FONTI |
|---|---|--|--|--|---|
| | ATTIVO FISSO | LIQUIDITÀ DIFFERITA | LIQUIDITÀ IMMEDIATA | MAGAZZINO | MEZZI PROPRI |
| <i>A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti</i> | Non sono stati richiamati i decimi residui da sottoscrizione del capitale | Sono stati richiamati i decimi residui da sottoscrizione del capitale | | | Definitiva inesigibilità conseguente alla accertata impossibilità di incasso (a rettifica) |
| <i>B.I – B.II) Immobilizzazioni immateriali e materiali</i> | Sempre tranne nei casi di mutamento della destinazione d'uso | | | Mutamento della destinazione: dall'uso/mantenimento durevole alla vendita | |
| <i>B.III) Immobilizzazioni finanziarie</i> | Sempre ad esclusione delle quote a breve dei crediti immobilizzati | Limitatamente alle quote dei crediti esigibili entro 12 mesi | | | |
| <i>C.I) Rimanenze</i> | Limitatamente alle giacenze a lento rinnovo ed alle scorte permanenti | | | Sempre ad esclusione delle giacenze a lento rinnovo e delle scorte permanenti | |
| <i>C.II) Crediti</i> | Limitatamente alle quote dei crediti con scadenze oltre 12 mesi | Sempre ad esclusione delle quote dei crediti con scadenze oltre 12 mesi, delle imposte differite e degli equivalenti di cassa | Limitatamente agli equivalenti di cassa iscritti nella voce "altri crediti" | | Limitatamente alle imposte differite |
| <i>C.III) Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i> | Limitatamente alle attività finanziarie poco liquide | | Limitatamente agli equivalenti di cassa iscritti nella voce "altri titoli" | Sempre ad esclusione delle attività finanziarie poco liquide, degli altri titoli considerati equivalenti di cassa e delle azioni proprie acquistate con scopo di annullamento | Limitatamente alle azioni proprie acquistate a scopo di annullamento (a rettifica) |
| <i>C.IV) Disponibilità liquide</i> | | | Sempre | | |
| <i>D) Ratei e risconti attivi,</i> | Quota dei risconti attivi pluriennali di | Ratei attivi | | Risconti attivi non pluriennali e quota dei risconti attivi pluriennali | Disaggio su prestiti , esclusa la quota relativa |

⁵⁰ Fra gli operatori contraddistinti da un livello di CCC molto basso, si possono menzionare le aziende della Grande Distribuzione Organizzata (supermercati, ipermercati e simili). Essi hanno un livello di crediti sostanzialmente nullo, dato che effettuano le vendite direttamente al consumatore finale, e un livello di scorte molto basso vista la deperibilità dei prodotti. In tale scenario, il CCC risulta sempre essere negativo, permettendo all'operatore della GDO di generare costantemente un surplus di cassa derivante dall'attività operativa.

| | | | | | |
|------------------------------|--|--|--|--|--|
| <i>disaggio sui prestiti</i> | competenza del 2° esercizio dallo stato patrimoniale da riclassificare | | | di competenza dell'esercizio successivo | al futuro risparmio fiscale (da iscrivere nelle passività consolidate) |
|------------------------------|--|--|--|--|--|

Fonte: rielaborazione propria da *Di Lazzaro, Musco (2015)*

I criteri di inserimento in un aggregato piuttosto che in un altro possono essere applicati anche alle poste passive previste dall'art. 2424 c.c.

Tabella 2.3: i criteri di ripartizione delle poste passive secondo la riclassificazione finanziaria

| PASSIVO | IMPIEGHI | FONTI | | |
|--|---|--|---|---|
| | MAGAZZINO | MEZZI PROPRI | PASSIVITÀ CONSOLIDATE | PASSIVITÀ CORRENTI |
| <i>A) Patrimonio netto</i> | | Sempre , tranne l'utile (o una quota di esso) dell'esercizio, nonché le riserve disponibili, che vengano distribuite ai soci | | Limitatamente all'utile (o a una quota di esso) dell'esercizio, nonché alle riserve disponibili, che vengano distribuiti ai soci entro 12 mesi |
| <i>B) Fondi rischi e oneri</i> | | | Qualora si preveda che le passività certe o potenziali avranno manifestazione oltre 12 mesi | Qualora si preveda che le passività certe o potenziali avranno manifestazione entro 12 mesi |
| <i>C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato</i> | | | Il valore del TFR al netto della quota esigibile entro 12 mesi | La sola quota di TFR stimata esigibile entro 12 mesi |
| <i>D) Debiti</i> | Acconti dai clienti relativi a produzioni già realizzate | Finanziamenti ai soci postergati | Debiti esigibili oltre 12 mesi ed acconti da clienti relativi a produzioni che verranno realizzate oltre l'esercizio successivo | Debiti esigibili entro 12 mesi ed acconti da clienti relativi a produzioni che verranno realizzate entro l'esercizio successivo |
| <i>E) Ratei e risconti passivi, aggio su prestiti</i> | | Aggio su prestiti , al netto del prelievo fiscale da iscrivere nelle passività consolidate, e risconti passivi "non rettificativi" | | Ratei passivi e risconti passivi "rettificativi" |

Fonte: rielaborazione propria da *Di Lazzaro, Musco (2015)*

Una volta collocate opportunamente le poste nei rispettivi aggregati, si può procedere all'analisi della solidità patrimoniale e della liquidità, come si vedrà nel paragrafo successivo.

2.1.2 L'analisi di solidità patrimoniale

Per solidità patrimoniale si intende la capacità, da parte dell'azienda, a perdurare nel tempo grazie al suo adattamento alle mutevoli condizioni interne ed esterne. Essa, ovviamente, dipende da due fattori ben precisi: un'equilibrata correlazione fra fonti e impieghi (dalla cui struttura dipendono le relazioni fra le entrate e uscite monetarie attese nel medio – lungo periodo) e un consolidato grado di indipendenza nei confronti dei terzi⁵¹.

L'analisi della solidità patrimoniale – in concreto – valuta quale sia il rischio finanziario remoto⁵² che va a influenzare il giudizio sulla solvibilità della futura gestione dell'impresa: più è certa la previsione di rispettare le obbligazioni di pagamento nel medio – lungo periodo, più si può definire solida la sua struttura patrimoniale. Nello specifico, vengono analizzate:

- Le relazioni fra le fonti di finanziamento permanenti e l'attivo fisso;
- Gli investimenti e le loro composizioni;
- Le fonti e le loro composizioni.

La relazione fra le fonti di finanziamento permanenti e gli impieghi a lento recupero è il risultato combinato delle modalità di approvvigionamento e della composizione degli investimenti. Per capire le dinamiche finanziarie alla base del giudizio di solidità, si ricorre a delle ipotesi – poco frequenti nella realtà aziendali – sul finanziamento dell'attivo fisso. Esse, nello specifico, sono tre:

- *Attivo fisso finanziato completamente con mezzi propri*

In questo caso, il finanziamento dell'attivo fisso assicura un'elevata solidità patrimoniale dato che non si rende necessario il ricorso a nuovi finanziamenti esterni, per i quali non occorre negoziare nuove forme di copertura finanziaria. Il rischio di insolvenza è praticamente nullo ed è al massimo il grado di autonomia finanziaria. Tuttavia, l'assenza di passività consolidate non permette di sfruttare la leva finanziaria: questo comporta – da parte del management – un'accurata pianificazione e gestione della tesoreria per massimizzare il rendimento della liquidità recuperata.

- *Attivo fisso finanziato completamente con passività consolidate*

Da questa tipologia di finanziamento, ne consegue un minor grado di solidità patrimoniale rispetto al punto discusso precedentemente. Si rendono infatti fondamentali

⁵¹ Maria Adelaide Marchesoni, *La guida del Sole 24 Ore all'analisi fondamentale* (Gruppo 24 Ore, 2012), p. 19.

⁵² Si definisce remoto per distinguerlo dal rischio finanziario imminente, cioè quello derivante fra le entrate e uscite nel breve periodo.

l'accesso a nuovi capitali (le cui condizioni di approvvigionamento potrebbero influire sulla situazione finanziaria con una conseguente maggiore incertezza) e raggiunge il proprio livello massimo il grado di dipendenza finanziaria, dato che un eventuale apporto di capitale equity non assicura un investimento capace di dare continuità produttiva. In conclusione, l'impresa è sicuramente più vulnerabile data la totale dipendenza dal capitale esterno, ma il rendimento del capitale di rischio – al contrario del punto precedente – può trarre vantaggio dallo sfruttamento della leva finanziaria.

- *Attivo fisso finanziato completamente con passività correnti*

La struttura finanziaria della società è fortemente squilibrata e rischia di compromettere la sua sopravvivenza. L'assenza di flussi monetari agli impegni di pagamento nel breve periodo, contestualmente al grado massimo di dipendenza finanziaria, compromette in modo serio la solvibilità aziendale.

Una volta analizzati questi casi base relativamente alle scelte di finanziamento e investimento, si può procedere alla valutazione degli indici. Come precedentemente accennato, essi sono in grado di valutare il rischio associato alle relazioni fra entrate e uscite monetarie attese dopo i successivi 12 mesi. Si tratta, tuttavia, di un calcolo probabilistico, che non consente di giungere a conclusioni certe in merito alle dinamiche di rotazione del capitale.

La prima fase di analisi parte dalla definizione del *quoziente primario di struttura*, definito anche come quoziente di auto copertura dell'attivo fisso. Esso misura la proporzione con la quale i mezzi propri (MP) stanno finanziando l'attivo fisso (AF): tanto maggiore è tale tasso di auto copertura, tanto minore è il rischio finanziario associato al futuro rinnovo del capitale a lento recupero. Esso tenderà ad aumentare in modo inversamente proporzionale al quoziente Q^I_S .

$$Q^I_S = MP / AF \quad [2.2]$$

Informazioni aggiuntive a tale quoziente sono fornite dal *marginale primario di struttura*, ottenuto dalla differenza fra i valori delle medesime classi:

$$M^I_S = MP - AF \quad [2.3]$$

Tale margine, definito anche margine di struttura interno, misura la capacità dell'impresa di coprire gli investimenti fissi con i mezzi propri. Se positivo, indica in quale misura il capitale proprio è in grado di soddisfare i fabbisogni finanziari a breve (dopo aver finanziato quelli a medio – lungo termine); se negativo, mette in evidenza la misura con cui le immobilizzazioni vengono finanziate con capitale di prestito. In un'azienda solida, un margine positivo indica

che essa è in grado di finanziare con mezzi propri anche il capitale circolante, assumendo anche una certa autonomia decisionale nelle scelte di investimento.

Il *marginale secondario di struttura* esprime, in valore assoluto, l'eccedenza o il deficit delle fonti permanenti rispetto all'attivo fisso: il grado di copertura, quindi, viene misurato anche attraverso le passività consolidate.

$$M^{II}S = (MP + PC) - AF \quad [2.4]$$

Tale margine, in una situazione ottimale, dovrebbe assumere un valore contemporaneamente positivo ma non troppo elevato: questo perché in una situazione di sottocapitalizzazione indicherebbe che l'azienda utilizza i mezzi a disposizione in modo inadeguato o – peggio ancora – non li utilizza proprio.

Il *quoziente secondario di struttura*, definito anche quoziente di copertura dell'attivo fisso, rivela l'ammontare delle fonti durevoli di finanziamento per ciascuna unità di capitale dell'attivo fisso:

$$Q^{II}S = (MP + PC) / AF \quad [2.5]$$

Esso deve essere soggetto ad una doppia valutazione. La prima riguarda il grado di copertura delle fonti permanenti sull'attivo fisso: essa potrebbe enfatizzare l'insufficienza di fonti durevoli che comprometterebbe l'equilibrio finanziario di breve periodo. Il secondo aspetto evidenzia l'equilibrio interno alle fonti permanenti che influenza il giudizio di solidità patrimoniale. Una volta effettuato il calcolo di entrambi i quozienti, si può procedere a fornire un giudizio sul loro valore:

Tabella 2.4: la valutazione dei quozienti di struttura

| <i>Quozienti di struttura</i> | <i>Solidità</i> | <i>Autonomia</i> | <i>Solvibilità</i> |
|-----------------------------------|-----------------------|------------------|--------------------|
| $Q^I_s \geq 1; Q^{II}_s > Q^I_s$ | Ottima | +++ | +++ |
| $Q^I_s = 1; Q^{II}_s = Q^I_s$ | Buona | ++ | ++ |
| $0,6 < Q^I_s; Q^{II}_s > 1$ | Discreta | + | ++ |
| $0,3 < Q^I_s < 0,5; Q^{II}_s > 1$ | Appena sufficiente | - | + |
| $Q^I_s < 0,3; Q^{II}_s > 1$ | Insufficiente | --- | -/+ |
| $0 < Q^I_s < 1; Q^{II}_s < 1$ | Elevata vulnerabilità | ---/+ | --- |

Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

La seconda fase di analisi fornisce invece un'interpretazione più approfondita del significato dei valori⁵³ dei quozienti e dei margini di struttura. L'obiettivo dell'analisi di secondo livello è quello di studiare la composizione del capitale investito, in quanto essa influisce notevolmente la capacità di adattamento al contesto competitivo. I principali indicatori di composizione degli impieghi sono l'*indice di rigidità* e l'*indice di elasticità* del capitale investito⁵⁴:

$$I_R = AF/CI \quad I_E = AC/CI \quad [2.6]$$

La rigidità esprime una condizione in cui la società possiede una quantità elevata di impieghi a lento recupero, determinando un minor dinamismo nella evoluzione qualitativa del patrimonio aziendale. Una maggior rigidità, di contro, non indica necessariamente un problema di solvibilità: quanto più è elevato questo valore, maggiore è la capacità dell'impresa nel lungo periodo di far fronte alle sue esposizioni debitorie. Una condizione di elasticità è invece riscontrabile in quelle realtà aziendali in cui sono preponderanti gli investimenti destinati ad una rapida conversione monetaria. Maggiore è il suo valore, più reattiva sarà la società ad affrontare situazioni impreviste. Gli indici appena menzionati sono uno l'inverso dell'altro e assumono valori compresi fra 0 e 1. Se I_E risulta inferiore al 30%, la struttura aziendale può definirsi molto rigida e presentare eventuali criticità al verificarsi di imprevisti; per valori compresi fra il 30% e il 70% la struttura finanziaria può definirsi, mediamente, in grado di agire con meno o più efficacia; sopra al 70%, l'impresa possiede una significativa capacità di adattarsi ai cambiamenti del mercato. Il grado di rigidità, o elasticità, può essere altresì calcolato con i *quozienti di rigidità* o *elasticità*, i quali esprimono il valore di una classe come multiplo o frazione dell'altra:

$$Q_R = AF/AC \quad Q_E = AC/AF \quad [2.7]$$

L'analisi di primo livello si conclude con il calcolo di un importante indicatore capace di esprimere la misura con cui gli investimenti in capitale tecnico ammortizzabile siano stati recuperati. Si chiama *grado di ammortamento* e individua il tasso di sfruttamento economico delle immobilizzazioni tecniche:

$$g_{amm} = \frac{\text{fondi ammortamento immobilizzazioni tecniche}}{\text{valore lordo immobilizzazioni tecniche}}^{55}$$

⁵³ Va specificato che tali valori sono dei riferimenti puramente indicativi e che concorrono a fornire un giudizio ovviamente approssimativo. Questi valori "ottimali" potrebbero infatti differire da un settore di business all'altro.

⁵⁴ Capitale Investito (CI) = Attivo Fisso (AF) + Attivo Circolante (AC)

⁵⁵ Sono esclusi i valori riferiti ad investimenti non ammortizzabili per natura o trattamento contabile (es. terreni, intangibili sottoposti a revisioni di stima, acconti a fornitori di immobilizzazioni tecniche, ecc.)

Un valore elevato indica che la conclusione del processo di ammortamento risulta essere prossima. L'informazione data da questo indice è utile per due motivi: in primis, consente di collocare nel tempo il fabbisogno finanziario da reintegro degli investimenti tecnici pluriennali; in secondo luogo, permette di valutare i quozienti di struttura.

In conclusione, l'analisi di composizione delle fonti (trattasi di un'analisi di II livello) completa quella della solidità. In questo caso, ciascuna classe delle fonti viene rapportata al valore del capitale raccolto/investito (CI) e si basa su due indicatori principali: l'*indice di autonomia finanziaria* e l'*indice di dipendenza finanziaria*:

$$I_A = MP/CI \quad I_D = PT/CI \quad [2.8]$$

Un valore più alto di I_A denota un'impresa in cui i vincoli esterni di varia natura (banche, fornitori, obbligazioni, ecc.) hanno un grado di influenza proporzionalmente minore, condizionando in maniera positiva il grado di autonomia decisionale dell'imprenditore. Oltre ad una maggior indipendenza, una crescita del suo valore determina contestualmente una maggiore solidità, dato che la struttura dei finanziamenti è composta da fonti che non accrescono il rischio finanziario. Al contrario, se I_d assume valori più alti di quelli registrati la prima volta, si segnala un'azienda fortemente influenzata da attori esterni e che, progressivamente, perde la propria autonomia finanziaria.

Quest'ultimo indicatore non deve però essere confuso con un altro di estrema importanza, ossia il *quoziente di indebitamento complessivo*. Esso esprime l'intensità del debito in relazione a ciascuna unità di capitale finanziata con mezzi propri:

$$Q_D = PT/MP \quad [2.9]$$

In base al valore di Q_D , all'interno dell'azienda si possono distinguere diversi livelli di autonomia finanziaria, con cui l'azienda può orientarsi nelle decisioni da intraprendere.

Tabella 2.5: il grado di autonomia finanziaria in base al valore dell'indebitamento complessivo

| Valore di Q_D | Significato | Condizione | Azioni da intraprendere |
|-----------------------|------------------|--------------------------------------|---|
| $Q_D \geq 2$ | Elevato rischio | Mancanza di autonomia finanziaria | Ricapitalizzare e/o ridurre il capitale di terzi |
| $1 \leq Q_D \leq 2$ | Rischio moderato | Dipendenza finanziaria sostenibile | Monitorare l'andamento del quoziente |
| $0,5 \leq Q_D \leq 1$ | Normalità | Combinazione delle fonti equilibrata | |
| $Q_D \leq 0,5$ | Rischio remoto | Buona autonomia finanziaria | Possibilità di ricorso al debito per finanziare la crescita |

Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

Nello specifico, il quoziente di indebitamento complessivo è influenzato da operazioni del tutto estranee a quelle pertinenti la fase di finanziamento. Esso comprende i debiti commerciali (come, ad esempio, quelli derivanti dalle operazioni di approvvigionamento di merci/materie prime, oppure le passività finanziarie non correnti con cui vengono finanziati i cicli operativi, ecc.), ma risulta non idoneo a rappresentare le proporzioni di finanziamento in senso stretto, ossia quelle che attengono esclusivamente alla acquisizione dei capitali. Per un'analisi più precisa, i consulenti generalmente preferiscono il *quoziente di indebitamento finanziario*, dato che costituisce un buon indicatore sia del rischio di insolvenza, sia della variazione del potere contrattuale dell'azienda nei confronti dei suoi finanziatori a titolo di capitale di credito.

$$Q_{Df} = D_{fin}/MP \quad [2.10]$$

Volendo essere ulteriormente precisi, ai fini della solidità patrimoniale⁵⁶ molto spesso viene calcolato il *quoziente di indebitamento finanziario consolidato*, che rapporta il valore dei debiti finanziari a medio – lungo termine a quello dei mezzi propri. Esso individua la relazione tra quelle fonti destinate a finanziare l'attivo fisso, isolando le classi di valori da ricondurre unicamente alla pianificazione finanziaria degli investimenti a lungo termine.

⁵⁶ Questo perché l'importanza del Q_{Df} è maggiore nell'analisi economica, dato che esprime l'intensità della leva finanziaria nella misurazione del valore o della redditività di rischio.

2.1.3 L'analisi di liquidità

L'analisi di liquidità consente di valutare la capacità dell'impresa di far fronte in modo tempestivo ed economico alle obbligazioni che devono essere pagate entro i successivi 12 mesi dalla data della situazione patrimoniale riclassificata secondo i criteri finanziari. Viene effettuata comparando fra di loro le attività e le passività a breve e completata dalle informazioni che provengono dalla velocità di rinnovo dei valori del capitale circolante netto generato dai cicli operativi. Essa viene quindi svolta mediante margini e quozienti che analizzano la correlazione temporale fra impieghi e fonti "a breve" e quozienti che analizzano la concatenazione temporale delle operazioni all'interno dei cicli gestionali correnti. In quest'ultimo caso, l'analisi viene condotta a più periodi intermedi, intervallati dai cicli gestionali correnti.

L'indicatore più noto è sicuramente il *quoziente di disponibilità*⁵⁷, il quale evidenzia se il flusso monetario in entrata e le disponibilità monetarie possono aiutare l'azienda a far fronte alle passività che scadono nello stesso periodo:

$$Q_d = AC/PB \quad [2.11]$$

Il valore ottimale di tale quoziente dovrebbe attestarsi intorno a 2, anche se un valore superiore all'unità è comunque ritenuto un segnale positivo da parte del consulente aziendale. Di contro, secondo Romeo (2013), valori troppo alti potrebbero essere considerati negativamente perché denoterebbero una scarsa dinamicità del soggetto aziendale nel realizzare corrette scelte di investimento, con la conseguenza che le risorse aziendali non vengono adeguatamente impiegate nella produzione⁵⁸.

Se inferiore, si palesa un precario equilibrio finanziario: la quantità di capitale monetario utilizzabile nel breve periodo non è infatti abbastanza per rimborsare le passività correnti. Nella stima del current ratio, sarebbe tuttavia un errore considerare un Q_D pari a 1 come un valore soddisfacente. Infatti, le scorte permanenti del magazzino generano entrate monetarie nel breve periodo su cui però i creditori non possono soddisfarsi, in quanto sono vincolate al reintegro delle stesse. Sarebbe ottimale, in tal senso, effettuare una separazione fra il Q_D "reale" e quello "nominale", in cui valore di quest'ultimo deve essere sempre maggiore del primo.

La capacità dell'impresa di onorare i propri debiti nel breve periodo può essere verificata da ulteriori indici. Fra questi, nel corso degli anni, ha assunto un'importanza gradualmente

⁵⁷ Nella letteratura, soprattutto anglosassone, si definisce anche *current ratio*.

⁵⁸ Salvatore Romeo, *Analisi di bilancio e sicurezza economica e finanziaria* (Il Fisco, 2013).

maggiore il *quoziente primario di tesoreria*, noto anche come *acid test* o *quick ratio*. Esso mette in relazione la liquidità totale e le passività correnti:

$$Q_T^I = (LI + LD)/PB \quad [2.12]$$

Tale indice esprime la capacità, da parte dell'azienda, di assolvere alle proprie obbligazioni utilizzando esclusivamente delle risorse liquide, escludendo quindi l'impiego di rimanenze. I valori che il quick ratio può assumere sono diversi e forniscono una descrizione dello stato di salute finanziaria della società:

- Quick ratio ≥ 1 : la società appare in ottimo stato di salute finanziaria e in grado di far fronte alle prossime uscite senza problemi;
- Quick ratio = 1: la situazione finanziaria della società appare buona in quanto le entrate correnti e più liquide sono sufficienti a coprire le uscite correnti;
- Quick ratio ≤ 1 : la situazione finanziaria della società è critica in quanto le entrate facilmente liquidabili non risultano sufficienti a coprire le uscite correnti. La società è a rischio di crisi di liquidità.

Pur essendo efficace e ampiamente utilizzato, il quoziente primario di tesoreria presenta alcuni limiti evidenti. Esso, infatti, non ci permette di capire se gli incassi attesi siano sincronizzati con le uscite di breve periodo e, anche in presenza di liquidità totale sufficiente a soddisfare le passività correnti, possono esserci delle problematiche che emergono da entrate di pagamenti postergate. Per questa ragione l'analista ricorre ad un indice più specifico, ossia il *quoziente secondario di tesoreria*, il quale esprime in che misura le passività correnti sono in grado di estinguere le passività immediate:

$$Q_T^{II} = LI/PB \quad [2.13]$$

I margini, ottenuti dalla differenza delle medesime classi di valori, completano le informazioni ottenute precedentemente. Il *marginale primario di tesoreria* ha una rilevante valenza finanziaria ed è dato dalla differenza fra liquidità totale e passività correnti; il *marginale secondario di tesoreria*, così come il quoziente, utilizza solo la liquidità immediata nel calcolo:

$$M_T^I = (LI + LD) - PB^{59} \quad [2.14]$$

$$M_T^{II} = LI - PB \quad [2.15]$$

⁵⁹ Nel caso in cui la liquidità totale sia inferiore alle passività correnti, tale differenza viene definita come *deficit di tesoreria*, la cui formula è la seguente: $D_T = PB - (LD + LI)$

In un'azienda solida patrimonialmente, il margine primario dovrebbe essere superiore o uguale a 0, denotando la capacità aziendale di far fronte ai propri impegni a breve utilizzando il proprio attivo circolante senza ricorrere a forme alternative di finanziamento⁶⁰.

L'ultimo quoziente da computare per concludere l'analisi di liquidità e il *quoziente di dipendenza dal magazzino*:

$$Q_{dM} = \frac{PB - (LD + LI)}{M} \quad [2.16]$$

Questa informazione risulta essere molto utile nell'ipotesi cui una società sia in possesso di un quoziente primario di tesoreria inferiore a 1 e un quoziente di disponibilità superiore allo stesso valore⁶¹. In tal caso, risulta essere fondamentale cercare di capire quale parte di magazzino si rende necessaria per coprire il deficit di tesoreria. Con valori di Q_{dM} prossimi o superiori a 1, le tensioni finanziarie crescerebbero notevolmente: si renderebbe infatti necessario smobilizzare completamente il magazzino, intaccando anche le scorte permanenti. Dalle osservazioni empiriche, un valore ottimale di tale quoziente dovrebbe attestarsi fra 0,33 e 0,5.

⁶⁰ Alessandra Tami, *Analisi di bilancio* (Roma: Buffetti, 1991), p. 85.

⁶¹ Si osserva che nel caso in cui Q_T^L sia superiore a 1 e Q_D inferiore a 1, il calcolo del quoziente di dipendenza dal magazzino non abbia senso. Nel primo caso non vi è dipendenza dal magazzino (non essendoci deficit); nel secondo sia il magazzino che la tesoreria non sono sufficienti a coprire le passività, rendendo irrilevante la dipendenza dal magazzino come fattore di criticità.

2.1.4 Gli indici di durata

Gli indici di durata permettono all'analista esterno di conoscere i tempi medi di giacenza, incasso e pagamento relativi alle operazioni di approvvigionamento, trasformazione e vendita della gestione operativa. Essi consentono – almeno in maniera parziale – di risolvere due grossi limiti dei quozienti e margini usati nell'analisi finanziaria: la scarsa capacità di prevedere gli effetti futuri e la difficoltà a riconoscere se le entrate siano sincronizzate con le uscite monetarie.

Va specificato, prima di iniziare l'analisi, che questi indici si riferiscono esclusivamente a quelle sottoclassi del capitale circolante che sono generate dai cicli operativi (magazzino, crediti verso clienti, debiti verso fornitori) e che pertanto la durata del ciclo del circolante verrà calcolata basandosi esclusivamente sul CCNO, ossia un sottoinsieme del CCN costituito da quei valori provenienti dalle operazioni compiute unicamente all'interno dei cicli operativi.

La durata media⁶² di una classe di valori del CCNO viene definita dalla sua capacità di rotazione. Nel corso di un periodo di riferimento, tale classe si rigenera un numero di volte pari a:

$$n = \frac{F}{S} \quad [2.17]$$

dove n rappresenta il numero di volte che la classe si rinnova, S il valore medio della classe durante il periodo di riferimento e F il valore del flusso economico di S . Generalmente l'analista utilizza come periodo temporale di riferimento un esercizio amministrativo, motivo per cui si misura la durata media di S utilizzando i giorni. La relazione è la seguente:

$$(\text{gg.})S = \frac{(\text{gg.}) \text{ p. r.}}{n} = \frac{S}{F} \times (\text{gg.}) \text{ p. r.} \quad [2.18]$$

dove $(\text{gg.})S$ rappresenta la durata media dei valori S e $(\text{gg.})\text{p.r.}$ il numero di giorni che compongono il periodo di riferimento dell'analisi⁶³.

La durata media delle classi di valori che compongono il CCNO consente quindi di ricavare la durata media del capitale circolante, oltre al tempo medio che intercorre fra i pagamenti e gli incassi dei cicli operativi. A sua volta, la durata del ciclo del circolante viene calcolata in maniera diversa a seconda che l'azienda oggetto di analisi sia di natura commerciale o industriale. Entrambe le realtà necessitano, per stimare il tempo medio intercorrente fra le entrate e le uscite, di stimare la durata media dei crediti e dei debiti commerciali; le aziende

⁶² Per durata media si intende il tempo medio impiegato dalla classe di valori per rinnovarsi.

⁶³ Nella spiegazione degli indici si userà come periodo di riferimento un arco temporale di 365 giorni.

industriali però, dovendo effettivamente condurre ogni fase antecedente alla realizzazione del prodotto finale, necessitano altresì del calcolo del tempo medio di giacenza delle materie prime, dei semilavorati e dei prodotti finiti. Questo non avviene nelle imprese commerciali, dove si richiede soltanto di calcolare il tempo medio di giacenza del magazzino merci⁶⁴.

Il *tempo medio di durata dei crediti commerciali* viene calcolato come segue:

$$(gg.) \text{ crediti commerciali} = \frac{C.C/1,\pi}{V} \times 365 \quad [2.19]$$

dove C.C rappresenta il valore medio dei crediti nei confronti dei clienti, π l'aliquota Iva media sulle vendite e V i ricavi dell'esercizio. Tale indice illustra il tempo medio che l'azienda aspetta dal momento della vendita a quello dell'incasso, esprimendo anche le dilazioni medie che la stessa gode nei confronti dei propri clienti attraverso degli accordi. Esso è composto da due variabili principali: i termini medi di pagamento concessi e i giorni medi di ritardo rispetto ai termini basati sugli effettivi tempi di incasso delle fatture. Più basso è il DSO⁶⁵, minore è il capitale circolante e conseguentemente il rischio di insolvenze da parte dei propri clienti. Se il DSO cresce, maggiori saranno le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda per compensare i ritardi di pagamento o nei casi più gravi i mancati pagamenti. Va tenuto presente che il suo valore di bilancio può subire degli scostamenti piuttosto bruschi rispetto a quello medio di periodo data la presenza di crediti difficilmente esigibili o di andamenti non costanti nelle vendite (specie per le imprese stagionali): per ovviare a questo problema, il management o il consulente devono rettificare i crediti della componente relativa al credito di rivalsa Iva, attraverso lo scorporo dell'aliquota media.

Il *tempo medio dei crediti commerciali* si ricava nel seguente modo:

$$(gg.) \text{ debiti commerciali} = \frac{D.C/1,\delta}{A} \times 365 \quad [2.20]$$

nella formula sovrastante, D.C rappresenta il valore medio dei debiti verso fornitori di fattori produttivi correnti⁶⁶, δ l'aliquota Iva media sugli acquisti e A i costi sostenuti all'interno dell'esercizio per regolare a dilazione le fatture correnti. Il valore del DPO (*Days Payable Outstanding*) misura il tempo che intercorre fra l'insorgenza degli impegni di pagamento e la loro effettiva soddisfazione.

Un valore del DPO quanto più elevato possibile è preferibile per l'impresa: essa, infatti, riesce a mantenere in azienda quanti più fondi possibili da destinare ad altre attività, come

⁶⁴ Se l'attività commerciale consiste solo nella fornitura di un servizio, il CCNO sarà costituito esclusivamente dai crediti e debiti di natura commerciale.

⁶⁵ Days Sales Outstanding, termine anglosassone per l'indicatore.

⁶⁶ Sono esclusi i debiti diversi da quelli per forniture correnti (es. i debiti vs fornitori per beni strumentali).

investimenti a breve termine, aumento del capitale d'esercizio e miglioramento della situazione di cassa. Un valore troppo alto – tuttavia – non è altrettanto auspicabile, in quanto potrebbe essere sintomo di un deficit di cassa e/o di incapacità di pagare i propri debiti.

L'analisi della durata del ciclo del circolante di un'azienda commerciale viene ultimata dal calcolo del *tempo medio di giacenza del magazzino merci*:

$$(gg.) \text{ magazzino merci} = \frac{M.M}{C.M.V} \times 365 \quad [2.21]$$

Dove M.M è uguale al valore medio del magazzino merci durante l'esercizio e C.M.V è il costo delle merci vendute nel medesimo periodo, ricavato dalla somma algebrica fra i costi sostenuti per l'acquisto di merci e la variazione delle relative giacenze.

Per quanto riguarda le aziende industriali, come accennato in precedenza, si rende necessario il calcolo di ulteriori tre indici. Uno di questi è il *tempo medio di giacenza del magazzino materie prime*:

$$(gg.) \text{ magazzino materie prime} = \frac{M.M.P}{C.M.P.C} \times 365 \quad [2.22]$$

in cui il numeratore esprime valore medio del magazzino materie prime e il denominatore il costo delle materie prime consumate. Nel caso in cui la produzione richiedesse uno stadio intermedio, l'azienda dovrebbe calcolare anche il *tempo medio di giacenza del magazzino semilavorati*:

$$(gg.) \text{ magazzino semilavorati} = \frac{M.S.}{C.S.O.} \times 365 \quad [2.23]$$

dove C.S.O. rappresenta il costo dei semilavorati ottenuti durante l'esercizio. Si tratta di un valore non semplice da ottenere, dato che le informazioni ricavabili dal bilancio non sono sufficienti per la sua stima. Per ovviare a ciò, il flusso C.S.O. è spesso sostituito da quello dei ricavi per una maggiore semplicità di calcolo. I ricavi delle vendite vengono usati anche in sostituzione del costo della produzione venduta nel calcolo del *tempo medio di giacenza del magazzino prodotti finiti*:

$$(gg.) \text{ magazzino prodotti finiti} = \frac{M.P.}{C.P.V.} \times 365 \quad [2.24]$$

questo perché la determinazione del C.P.V. è legata alla conoscenza dei costi diretti e indiretti usati per quantificare il costo della produzione ottenuta. Si tratta anche in questo caso di un valore non semplicissimo da calcolare e per il quale il consulente non ha accesso ad un numero di informazioni sufficienti per una stima efficace.

Una volta terminati i calcoli, si può procedere a valutare il tempo medio fra le entrate e le uscite relative ai cicli della gestione operativa corrente. Si possono delineare due situazioni:

- Il valore è positivo: esso misura il numero di giorni che in media – in un esercizio – trascorrono fra il pagamento delle forniture correnti e quello del successivo incasso dei ricavi correlati. Più il valore è alto, maggiore è il fabbisogno finanziario generato dai cicli operativi
- Il valore è negativo: indica il numero di giorni che passano dall'incasso anticipato dei ricavi sino al pagamento delle forniture correnti. Un valore positivo è una buona notizia per l'impresa: i cicli della gestione operativa contribuiscono al finanziamento aziendale, visto che prima vengono incassati i crediti commerciali e solo dopo pagate le forniture correnti.

2.2 L'analisi integrata della redditività

La valutazione dell'impresa in crisi, da parte del consulente, non si esaurisce esclusivamente con l'analisi per indici o per flussi, ma richiede altresì una dettagliata indagine sulla redditività aziendale al fine di esaminare le performance di rendimento e di valore della stessa. Nella maggior parte dei casi, la crisi di liquidità viene anticipata da uno squilibrio economico latente, quasi impercettibile. Infatti, mentre la crisi di liquidità viene avvertita in modo dirompente dal management e a volte anche dagli agenti esterni, la crisi economica inizialmente si configura con risultati economici negativi e spesso con un reddito netto positivo accompagnato però da un risultato operativo negativo. Nel presente paragrafo si cercherà di capire come effettuare un'analisi economica opportuna finalizzata a scongiurare il successivo insorgere di una crisi di liquidità.

Innanzitutto, va specificato che l'analisi di redditività dovrebbe essere sempre svolta dal consulente se non addirittura direttamente dal management aziendale, in quanto mira a verificare l'attitudine dell'impresa a produrre un reddito sufficiente a coprire i costi e a generare profitti, in misura tale da mantenere un equilibrio che giustifichi gli investimenti effettuati.

Chiaramente un'impresa che vuole scongiurare la fase di declino e quella successiva del dissesto deve prestare molta attenzione alle informazioni che derivano dal bilancio. In tal senso, nel paragrafo precedente è stata effettuata un'opportuna trattazione sulla riclassificazione dello stato patrimoniale e degli indici che ne conseguono, al fine di valutare la solidità aziendale. In questo paragrafo, l'attenzione invece si sposterà sul conto economico, sulla sua riclassificazione e sugli indici che se ne possono ricavare: dall'analisi di esso, infatti, emergono dei risultati reddituali intermedi di cui – attraverso appunto l'analisi della redditività – si intende verificarne la congruenza rispetto alle risorse impiegate per ottenerli.

2.2.1 La riclassificazione del conto economico

Il conto economico fornisce informazioni circa la gestione economica dell'attività dell'impresa, mostrando nitidamente i ricavi conseguiti, i costi sostenuti nel corso dell'esercizio e il risultato netto conseguito nel medesimo arco temporale.

La situazione economica dell'impresa fa riferimento a tutte quelle condizioni di equilibrio (o squilibrio) fra i flussi di costi e ricavi originati dalla dinamica di gestione. Le analisi riguardanti la situazione economica perseguono l'obiettivo di pervenire alla formulazione di giudizi circa la redditività della gestione, presupponendo che essa si profili economica, nel senso di una stabilizzata attitudine a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi che l'impresa utilizza⁶⁷. In questo quadro, la redditività del singolo esercizio si riferisce alla capacità, nel breve periodo, di ottenere un risultato economico soddisfacente, in cui il risultato netto globale può essere osservato attraverso l'enucleazione delle diverse componenti che lo determinano. Gli schemi di riclassificazione, in quest'ottica, permettono di evidenziare facilmente i risultati delle singole aree della gestione aziendale; tale lavoro, utilizzando lo schema previsto nell'art. 2425 c.c., sarebbe senza dubbio decisamente complicato se non impossibile per l'analista esterno. Esso infatti – pur evidenziando alcuni risultati intermedi della gestione - denota significativi limiti informativi per l'apprezzamento di essi⁶⁸:

- Non consente di comparare in modo efficace la differenza tra il valore della produzione e i costi della produzione tra due esercizi; tale ostacolo è superato con l'utilizzo del conto economico riclassificato a ricavi e costo del venduto;
- Non distingue i ricavi e i costi in base alla loro pertinenza alla gestione caratteristica o eventuale gestioni accessorie;
- Adotta un concetto ampliato di gestione finanziaria, in quanto la classe di valori relativa a “proventi e oneri finanziari” (C) include anche componenti di reddito derivanti dalla gestione delle partecipazioni e dei titoli, mentre per l'analisi di redditività è necessario fare riferimento puntuale al co-sto del debito di finanziamento.

⁶⁷ Anna Codini e Elisabetta Corvi, «L'impresa: finalità e obiettivi», in *L'impresa - Economia e gestione*, a c. di Maria Martellini (Torino: G. Giappichelli, 2006), p. 99.

⁶⁸ Robert Newton Anthony et al., *Sistemi di controllo. Analisi economiche per le decisioni aziendali* (McGraw-Hill, 2011).

Dando per scontata – come già fatto in precedenza per lo stato patrimoniale – la conoscenza della struttura civilistica del C.E., quest’ultimo viene in questa sede riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale dei costi e dei ricavi; tutto ciò in funzione della determinazione – e successiva interpretazione – del rendimento o del valore del capitale nelle sue diverse configurazioni. Tale tipologia può essere a sua volta ulteriormente declinata secondo uno dei tre modelli fra loro alternativi con cui vengono riclassificati i costi della gestione operativa. Essi possono essere distinti in base alla loro:

- Natura interna o esterna;
- Destinazione;
- Reattività⁶⁹.

Tale metodologia di riclassificazione presuppone ovviamente la conoscenza delle aree di cui si compone la gestione aziendale nel suo complesso. Esse sono:

1. Area della gestione operativa

Definita anche caratteristica, comprende tutte le attività funzionali all’attuazione e vendita della produzione tipica, da cui si originano le componenti di reddito operativi, da cui si perviene al risultato operativo. È l’area chiaramente più importante ed è la forza principale nel processo di generazione del risultato economico d’esercizio.

2. Area della gestione accessoria

Comprende costi e ricavi che, seppur sostenuti in modo continuativo, mancano di pertinenza rispetto all’oggetto tipico dell’attività aziendale. Essi provengono da investimenti complementari rispetto a quelli operativi e il capitale extra – operativo è generalmente formato da attività patrimoniali e finanziarie. Ne sono gli affitti attivi derivanti dalla locazione di una parte dell’immobile utilizzato per lo svolgimento della propria attività aziendale o la gestione di partecipazioni.

3. Area della gestione straordinaria

Vi appartengono oneri e proventi con carattere di straordinarietà, connessi ad eventi gestionali e non ricorrenti. Ne sono un esempio plusvalenze e minusvalenze di natura eccezionale e non ripetitiva, sopravvenienze passive derivanti da furti, calamità, incendi, sopravvenienze attive derivanti da provvedimenti normativi.

4. Area della gestione finanziaria

⁶⁹ Ai fini della performance dell’analisi economica, il primo criterio è di gran lunga il più utilizzato. Gli altri, pur contribuendo notevolmente ad essa, presentano delle difficoltà applicativa spesso insuperabili per l’analista esterno.

Accoglie gli elementi reddituali connessi alle fonti di finanziamento che hanno consentito di effettuare investimenti nei fattori produttivi. Generalmente si identifica il saldo in quest'area con gli oneri finanziari netti e comprende, fra gli altri, gli sconti finanziari, gli interessi passivi, l'ammortamento del disaggio, ecc.

5. Area della tassazione

Non si tratta di un'area gestionale nel senso vero e proprio. Anche se alcune decisioni strategiche coinvolgono processi esecutivi, non è corretto identificarla come una sottocategoria della gestione aziendale. Le imposte, comunque, vanno ovviamente a influenzare il risultato netto d'esercizio.

Una volta definite le aree gestionale, si può procedere al calcolo delle componenti del conto economico riclassificato. La somma algebrica dei risultati della gestione operativa, accessoria e straordinaria fornisce un margine chiamato *EBIT*⁷⁰, che rappresenta il reddito complessivo prodotto dalle aree appena citate. A sua volta l'*EBIT* può essere definito normalizzato (*EBIT_N*) se comprende solo i risultati della gestione operativa ed extra – operativa; integrale (*EBIT_I*) se si aggiunge il margine dell'area straordinaria.

Considerando le altre due aree della gestione economica, nel caso in cui *EBIT_I* sia maggiore del saldo della gestione finanziarie e delle imposte, il risultato netto è rappresentato dall'utile netto d'esercizio che consiste nell'ultima modalità di ripartizione del reddito verso gli shareholders; in caso contrario, la società affronterà una perdita d'esercizio.

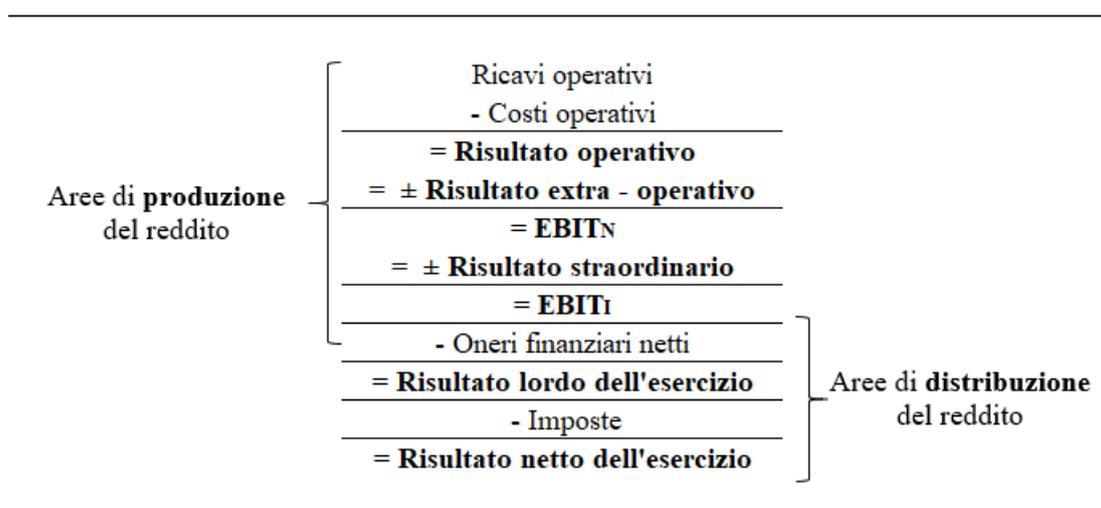


Figura 2.4: le modalità di ripartizione dell'*EBIT_I* attraverso il conto economico scalare – Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

⁷⁰ Acronimo anglosassone che significa Earnings Before Interests and Taxes.

Lo schema sopra proposto permettere di leggere l'EBIT_I in due modalità: sia come il reddito prodotto dall'area ordinaria, straordinaria e accessoria, sia come il reddito distribuito ai finanziatori, ai soci e al settore pubblico tramite le imposte⁷¹. Questa chiave di interpretazione consente di giungere alla sua formulazione matematica, utile per ricavare gli indici nell'analisi di redditività:

$$RO + RE_x + RS = EBIT_I = OF + I + RN \quad [2.25]$$

Definito l'EBIT in tutte le sue versioni, si può procedere a illustrare le varie modalità di riclassificazione del C.E. Come spiegato anticipatamente, nell'elaborato ci si dedicherà solo ad illustrare la riclassificazione a Produzione e Valore Aggiunto⁷², accennando solo rapidamente le altre modalità previste.

Questo modello di riclassificazione è infatti estremamente utile dato che consente di agevolare la comprensione del risultato d'esercizio, attraverso l'esame dei seguenti aspetti:

- Efficacia dell'attività produttiva;
- Redditività dell'area caratteristica;
- Redditività delle altre aree diversa dalla caratteristica.

Lo schema di conto economico ottenuto tramite la distinzione per natura interna o esterna dei costi fa emergere due importanti margini intermedi che procedono il risultato operativo: il *valore aggiunto* e il *marginale operativo lordo*.

Il valore aggiunto misura la capacità dell'impresa di aumentare il valore di beni/servizi acquistati da terze economie attraverso le fasi di produzione e vendita. Esso, quindi, esprime il valore della ricchezza prodotta da distribuire a: personale (retribuzioni), finanziatori (interessi passivi), Stato (imposte), soci (dividendi); impresa (ammortamenti, accantonamenti, autofinanziamento). La sua formulazione matematica è la seguente:

$$VP - CE = VA = CL + AS + OF + UN + I \quad [2.26]$$

Chiaramente, più il suo valore è elevato, maggiore è il risultato destinato alla remunerazione del capitale nelle sue diverse forme. Questo contraddistingue le imprese che godono di una maggiore salute, fermo restando che la natura bassa o alta del valore aggiunto viene giudicata in relazione alla % del valore della produzione che si trasforma appunto in valore aggiunto.

⁷¹ Le imposte, in questa formula, sono state portate a sottrazione del risultato lordo. Si tratta di un'eventualità non sempre vera, in quanto la fiscalità differita potrebbe determinare valori positivi da aggiungere al risultato lordo.

⁷² Il modello può essere altresì definito *a costi "interni ed esterni"*, distinguendoli in base al fatto che erano già preesistenti in fase di avvio e attuazione della produzione oppure acquisiti in un secondo momento.

Esso rappresenta quindi un ottimo indicatore della rischiosità aziendale. Infatti, prendendo a titolo esemplificativo un'azienda con una struttura produttiva molto articolata che presenta diverse fasi di lavorazione e anche la commercializzazione del prodotto o del servizio è svolta internamente, ciò significa che essa sostiene rilevanti costi fissi. Pertanto, nel caso di contrazione dei ricavi la società potrebbe incappare nella condizione di non riuscire ad adeguare la propria struttura di costo in tempi non immediati, subendo impatti negativi in termini di redditività operativa⁷³.

Il margine operativo lordo (MOL) si ottiene sottraendo il costo del personale dal valore aggiunto. Si tratta di un margine estremamente importante all'interno delle valutazioni aziendali, dato che possiede maggiore neutralità rispetto all'utile operativo e possiede una grande valenza finanziaria⁷⁴. Esso, infatti, misura l'autofinanziamento operativo inteso come flusso di ACN prodotto o assorbito dall'area operativa. Dal punto di vista finanziario, esprime le risorse finanziarie che l'impresa è in grado di creare con la propria attività operativa per assolvere al servizio del debito finanziario; un suo valore negativo denoterebbe l'incapacità dell'azienda di coprire le uscite finanziarie legate ai costi del personale con le entrate derivanti dai ricavi. Dal punto di vista economico il MOL è importante perché evidenzia la capacità dei ricavi di coprire in prima battuta i costi esterni e del personale ed in seconda battuta gli altri costi (ammortamenti, svalutazioni, interessi passivi, imposte, ecc.). Spesso il MOL viene usato come sinonimo di EBITDA⁷⁵ (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization*), margine molto impiegato nella prassi internazionale finanziaria. Vale la pena sottolineare, tuttavia, che si tratta di margini diversi fra di loro che coincidono solo in assenza della gestione straordinaria e accessoria: l'EBITDA si ottiene sommando all'EBIT le svalutazioni e gli ammortamenti in precedenza sottratti dal MOL per il conseguimento del risultato operativo. Nel caso in cui invece quest'ultimo e l'EBIT coincidano, allora si avrà la coincidenza appena descritta.

Va specificato che l'analista dell'impresa in crisi non limita la sua indagine esclusivamente ai valori assoluti di EBITDA ed EBIT, ma la estende anche al suo ammontare relativo al valore della produzione o dei soli ricavi. Viene così calcolato l'*EBITDA margin*, inteso come rapporto fra EBITDA e ricavi (o valore della produzione), misurando l'incidenza del MOL

⁷³ Stefano Salvodeo, «L'analisi dei margini», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito* (Milano: Vita e Pensiero, 2014), pp. 163–72.

⁷⁴ Eccezion fatta per il Trattamento di Fine Rapporto. L'aggregato MOL è infatti al netto degli accantonamenti del fondo TFR (compresi nel costo per il personale) ma non costituiscono un costo monetario. Ove tali accantonamenti fossero rilevanti, sarebbe più appropriato da includere tra gli accantonamenti.

⁷⁵ Giovanni Melis, *Strumenti per il controllo economico e finanziario nelle imprese* (Milano: Giuffrè Editore, 2013).

sui ricavi dell'impresa. È palese che un valore più elevato di questo rapporto connota una migliore efficienza dell'impresa e della sua redditività.

I consulenti incaricati della ristrutturazione del debito determinano anche l'*EBIT margin*, dato dal rapporto dell'EBIT coi ricavi. Esso misura l'incidenza percentuale del reddito operativo sul fatturato e indica quanto un euro di fatturato si trasforma in reddito operativo (e dunque non assorbito dai costi). Più è alto questo margine, maggiore è la redditività aziendale.

Si illustra di seguito la riclassificazione del conto economico a Produzione e Valore Aggiunto:
 Aggiunto:

| | |
|--|---|
| GESTIONE CARATTERISTICA | Ricavi dalle vendite +/- Variazioni delle rimanenze di prodotti +/- Variazioni per lavori in economia Altri ricavi e proventi operativi = PRODUZIONE DELL'ESERCIZIO Costi per materie +/- Variazioni delle rimanenze di materie Costi per servizi Altri costi operativi esterni = VALORE AGGIUNTO Costo per il personale = MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL o EBITDA) Ammortamenti e svalutazioni Accantonamenti = RISULTATO OPERATIVO (EBIT) |
| GESTIONE FINANZIARIA, ACCESSORIA, STRAORDINARIA | +/- Proventi e oneri finanziari +/- Proventi e costi accessori = RISULTATO DI COMPETENZA +/- Componenti straordinarie di reddito = Risultato ante imposte - Imposte d'esercizio = RISULTATO NETTO |

Figura 2.5: Schema di riclassificazione del conto economico a Produzione e Valore Aggiunto - Fonte: Salvodeo (2014)

Si è accennato in precedenza alle altre tipologie di riclassificazione concesse per l'analisi del bilancio. I costi operativi possono essere anche inquadrati *per natura o per destinazione*. Nel primo caso vengono aggregati in base alla natura del fattore produttivo a cui sono destinati⁷⁶

⁷⁶ Ne è un esempio evidente il conto economico civilistico

(es. personale, servizi, ecc.); nel secondo i costi operativi vengono distinti in base alla destinazione che hanno all'interno della gestione operativa (produzione, R&D, amministrazione e commercializzazione). Ovviamente, il passaggio dal modello “per natura” a quello “per destinazione” esige la ripartizione di essi per funzione.

Un altro criterio di distinzione dei costi è quello basato sulla loro reazione in base ai volumi produttivi. Si definiscono *costi fissi* quelli caratterizzati da un andamento indipendente dalle quantità di prodotto ottenuto: il loro valore non cambia al variare della produzione. Ne sono un esempio l'affitto di immobili, le assicurazioni, ecc. I *costi variabili* si comportano in maniera diametralmente opposta: cambiano in proporzione al livello produttivo dell'azienda. Includono – fra gli altri – i costi delle materie prime, i salari e gli stipendi ed eventuali commissioni ad agenti esterni. Si osservi, di seguito, la tabella riassuntiva che mette a confronto le tre tipologie di riclassificazione trattate nel paragrafo:

Tabella 2.6: schemi di riclassificazione del CE a confronto

| <i>Modello a costi interni e costi esterni</i> | <i>Modello a costi e ricavi della produzione venduta</i> | <i>Modello a costi variabili e costi fissi</i> |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - Ricavi delle vendite - Variazioni delle rimanenze - Variazioni per lavori in economia - Altri ricavi e proventi | <ul style="list-style-type: none"> - Ricavi delle vendite - Altri ricavi e proventi operativi | <ul style="list-style-type: none"> - Ricavi delle vendite - Altri ricavi e proventi operativi |
| <p>a – Valore della produzione</p> <ul style="list-style-type: none"> - Costi per materie prime - Variazione delle rimanenze per materie prime - Costi per servizi <p>b – Costi esterni</p> <p>c = Valore aggiunto (a – b)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Salari, stipendi e oneri sociali - Accantonamento T.F.R. <p>d – Costo del lavoro</p> <p>e – Margine operativo lordo (c – d)</p> <ul style="list-style-type: none"> f – Ammortamenti e svalutazioni g – Accantonamenti <p>Risultato operativo [e – (f + g)]</p> | <p>a – Ricavi operativi</p> <ul style="list-style-type: none"> - Costi per materie prime - Costi della manodopera industriale - Costi per servizi industriali - Ammortamenti industriali - Variazione delle rimanenze per materie prime - Variazione delle rimanenze prodotti finiti <p>b – Costo della produzione venduta</p> <p>c – Margine industriale lordo (a – b)</p> <ul style="list-style-type: none"> d – Costi di R&D e – Costi amministrativi f – Costi commerciali <p>Risultato operativo [c – (d + e + f)]</p> | <p>a – Ricavi operativi</p> <p>b – Costi della produzione venduta</p> <p>c – Margine di contribuzione (a – b)</p> <p>Risultato operativo (c – d)</p> |

Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

2.2.2 Gli indici di redditività

L'azienda deve essere sempre mantenere un equilibrio economico tale da giustificare gli investimenti effettuati: si tratta – in buona sostanza – di eseguire l'analisi di redditività. Per valutare il rendimento del capitale, è necessaria una doverosa premessa: l'approccio al capitale investito presuppone un criterio di riclassificazione di tipo "economico". Esso è infatti funzionale all'analisi menzionata sopra, dato che si rende necessario rappresentare opportuni flussi di reddito ad omogenei stock di capitale al fine di ottenere il tasso di rendimento impiegato, secondo la relazione:

$$\frac{R}{C} = r \quad [2.27]$$

Dove R rappresenta il reddito, C il capitale e r il tasso di rendimento. Affinché gli indici di redditività restituiscano risultati economicamente significanti, il denominatore e il numeratore devono essere fra loro coerenti, ossia che il capitale impiegato al denominatore sia sempre corrispondente al flusso di reddito al numeratore.

Fatta questa breve ma importante introduzione, si può procedere ad analizzare gli indici e capire in che modo essi sono utili al consulente dell'impresa in crisi.

Il primo è il rendimento del capitale investito nell'area operativa, più noto con l'acronimo *ROI (Return On Investment)*. Il ROI esprime un'indicazione della redditività della gestione operativa d'impresa, raffigurata come percentuale annua di rendimento sul capitale investito. Rappresenta uno degli indici di bilancio più utilizzati ed è importante da tenere sotto controllo per valutare la gestione passata, monitorare l'attività corrente e prendere decisioni sulle strategie future⁷⁷. Può essere calcolato non solo a livello aziendale, consentendo di valutare la gestione aziendale e l'impiego delle risorse, ma anche a livello di business. A livello business rende possibile confrontare la redditività operativa di una determinata area aziendale con altre aree della medesima azienda o appartenenti ad aziende concorrenti⁷⁸.

Esso si ottiene dal rapporto fra il margine operativo netto e il valore degli investimenti di natura operativa e il suo valore prescinde dalle scelte di finanziamento effettuate ma può essere influenzato, fra le altre, dalla tipologia di attività dell'impresa, dalle dimensioni e

⁷⁷ Il ROI gode di un'importanza anche maggiore all'interno del marketing. Lenskold, esperto internazionale di marketing, lo ha definito come «*la misura più critica dei programmi di marketing per prendere decisioni che aiutino a massimizzare i profitti aziendali*» (cfr. James Lenskold, «Marketing ROI: playing to win», *Marketing management* 11, n. 3, 2002). In questa branca dell'economia, esso si definisce ROIM o ROMI ed è espresso come rapporto percentuale tra la contribuzione di marketing e le spese totali di marketing e indica il rendimento atteso degli investimenti di marketing.

⁷⁸ Annalisa Tunisini, Tonino Pencarelli, e Luca Ferrucci, *Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale* (Milano: Hoepli, 2014).

strutture aziendali, dal grado di efficienza e anche da situazioni congiunturali⁷⁹. Per evitare le perdite di informazioni estremamente importanti, gli impieghi operativi vengono valorizzati prima al lordo e successivamente al netto delle passività⁸⁰, dando luogo a due distinti indicatori di redditività:

- ROI_L = redditività del capitale operativo lordo;
- ROI_N = redditività del capitale operativo netto.

Per quanto attiene al ROI lordo, si sa che il capitale impiegato nell'area caratteristica è in relazione di casualità con il risultato operativo, dato che ne misura la variazione. Tale relazione può essere a sua volta espressa in funzione di ciascuna unità di capitale investito per calcolare il tasso di ritorno degli impieghi operativi:

$$ROI_N = \frac{UO}{CIO_L} \quad [2.28]$$

dove CIO_L rappresenta il capitale operativo a lordo delle passività di funzionamento e UO l'utile operativo. Tale equazione mostra come il ROI_L combini l'efficienza e l'efficacia dei processi che governano le fasi di investimento operativo. Esso, infatti, dipende dalla quantità di capitale da investire per sostenere ogni unità di ricavo (il cui obiettivo è di massimizzare i volumi di output) e dalla capacità di contenimento dei costi operativi. Scomponendo il ROI_L , si rendono palesi le due componenti:

$$ROI_L = \frac{R}{CIO_L} \times \frac{UO}{R} \quad [2.29]$$

In cui il primo fattore esprime l'efficacia dei processi e viene definito come *produttività del capitale investito lordo*, il secondo l'efficienza degli stessi e dà luogo ad un altro importantissimo indice di redditività, ossia il *ROS (Return On Sales)*, che verrà trattato successivamente.

Il passaggio ulteriore nell'approfondimento di tale indice consiste nel misurare la redditività del capitale operativo al netto delle passività commerciali e metterla in relazione con il ROI_L ⁸¹:

$$ROI_N = \frac{UO}{CIO_N} \quad [2.30]$$

⁷⁹ Anna Codini e Elisabetta Corvi, «L'impresa: finalità e obiettivi», in *L'impresa - Economia e gestione*, a c. di Maria Martellini (Torino: G. Giappichelli, 2006), p. 99.

⁸⁰ Trattasi di passività "spontanee", generate dagli acquisti regolati a dilazione.

⁸¹ Impiegando subito il valore netto del capitale operativo si perderebbero delle informazioni molto utili e la valutazione di efficacia dei processi di approvvigionamento, produzione e vendita sarebbe influenzata dall'area relativa ai rapporti coi fornitori.

La differenza fra le due tipologie di ROI è direttamente proporzionale allo stock di debiti commerciali; questo consente di formulare il ROI nella seguente maniera:

$$ROI_N = ROI_L \frac{ROI_N}{ROI_L} \quad [2.31]$$

$$ROI_N = ROI_L \times glc = \frac{R}{CIO_L} \times \frac{UO}{R} \times \frac{CIO_L}{CIO_N} \quad [2.32]$$

Il rapporto fra ROI_N e ROI_L viene definito come *grado di leva commerciale (glc)* ed esprime il fattore di crescita della redditività operativa dovuto alla presenza delle passività commerciali a remunerazione implicita. Come la maggior parte delle leve, agisce da moltiplicatore della redditività del capitale operativo lordo.; la sua valutazione congiunta insieme al ROS fornisce la corretta interpretazione degli effetti prodotti dalle politiche di indebitamento commerciale sulla redditività del capitale operativo netto.

Una delle maggiori difficoltà che si incontra nell'analisi di questo indice di redditività risiede nel capire quale sia il suo valore ottimale. Innanzitutto, un ROI il cui valore tende a decrescere nel corso degli anni segnala una situazione di grave pericolosità per l'azienda, dato che illustra una perdita nella gestione caratteristica. Da un punto di vista strettamente numerico, il ROI delinea i seguenti tre valori "limite" utili a capire l'andamento della gestione operativa dell'azienda⁸²:

- $ROI > 1$ Significa che il risultato operativo è positivo e che l'azienda sta creando ricchezza;
- $ROI = 0$ Significa che il risultato operativo è pari a zero e l'azienda non sta né creando né distruggendo ricchezza;
- $ROI < 1$ Significa che il risultato operativo è negativo e che l'azienda sta distruggendo ricchezza.

Si tratta, come sottolineato, di valori puramente indicativi che non colgono efficacemente le osservazioni effettuate nel corso degli anni sulle svariate realtà di business e aziendali. Si prenda, ad esempio, il dato fornito da Cerved⁸³ in merito al ROI medio delle imprese italiane nel 2019: esso si attestava a quota 5,7% contro un valore ottimale stimato in 6,3%. Tale dato diventa ancora più preoccupante se si considerano i numeri dell'anno appena passato: a causa della pandemia da Covid – 19, il ROI delle aziende in Italia ha subito un brusco calo, indipendentemente dalla dimensione aziendale, come si può osservare nel grafico seguente:

⁸² Pietro Bonazza, «ROI: un indicatore dinamico per l'incremento del reddito», *Banche & Banchieri*, n. 2 (1989): p. 131.

⁸³ Antonio Angelino et al., «Rapporto Cerved PMI 2020», 2020.

ROI ante imposte e gestione straordinaria per dimensione di impresa

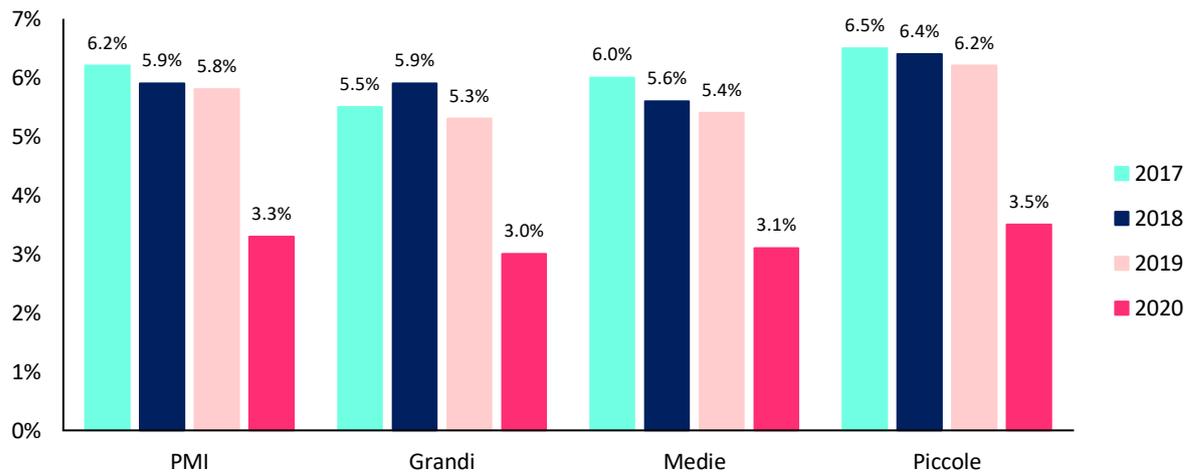


Figura 2.6: ROI nel periodo 2017 – 2020 delle imprese italiane per dimensione - Fonte: *Cerved (2021)*

Tale indagine mostra che il denominatore del ROI si mantiene quindi su livelli elevati, mentre cala fortemente l'utile corrente, facendo sì che il ROI cali in misura maggiore rispetto al ROA. Se invece si prendono in considerazione i numeri delle aziende internazionali, storicamente, il ROI medio per lo S&P 500 è stato di circa il 10% all'anno. All'interno di questo, però, ci può essere una notevole variazione a seconda del settore. Per esempio, durante il 2020, aziende tecnologiche come Apple Inc., Microsoft Corp. e Amazon.com Inc. hanno generato rendimenti annuali ben al di sopra di questa soglia del 10%. Nel frattempo, le aziende di altri settori, come le aziende energetiche e le utility, hanno generato ROI molto più bassi e in alcuni casi hanno affrontato perdite su base annua. Nel corso del tempo, è normale che il ROI medio di un settore cambi a causa di fattori come l'aumento della concorrenza, i cambiamenti tecnologici e i cambiamenti nelle preferenze dei consumatori. In buona sostanza, definire un valore del ROI ottimale è molto complesso, se non addirittura impossibile e/o inutile. La misura ottimale dell'indice, oltre che essere influenzato sensibilmente dal settore di riferimento, dipenderà dal livello corrente dei tassi di interesse. Sulla base della situazione attuale macroeconomica si può indicativamente stabilire che il ROI sia⁸⁴:

- Ottimo per valori pari e superiori al 10 – 12%;
- Buono per valori compresi fra il 7 – 9%;
- Preoccupanti per valori inferiori al 7%.

⁸⁴ Tommaso Di Nardo et al., «Osservatorio sui bilanci delle SRL 2019 - Focus settore servizi» (CNDCEC, 2021).

In definitiva, ciò che si qualifica come un "buon" ROI dipenderà da fattori come la tolleranza al rischio dell'investitore e il tempo necessario all'investimento per generare un ritorno. Da un punto di vista numerico, il giudizio sul ROI è strettamente correlato con quello del ROE e della leva finanziaria e andrebbe confrontato con il costo medio del denaro:

- Se il ROI è inferiore al tasso medio di interesse sui prestiti (debito), la remunerazione del capitale di terzi farebbe diminuire il Return on equity (ROE) e si avrebbe pertanto una leva finanziaria negativa. In sintesi, farsi prestare capitali porterebbe a peggiorare i conti dell'azienda; Utilizzare debito nell'attività produttiva porterebbe a peggiorare i conti;
- Se il ROI è maggiore del costo del denaro preso a prestito (debito), la remunerazione del capitale di terzi farebbe aumentare il Return on equity (ROE) e si avrebbe pertanto una leva finanziaria positiva. Utilizzare debito nell'attività produttiva porterebbe ad aumentare i profitti e a migliorare i conti.

In quest'ottica, il ROI viene definito soddisfacente nel momento in cui – ipotizzando l'assenza di effetti della gestione finanziaria e straordinaria e al netto delle imposte – conduce ad un ROE equo. Per questo motivo un'azienda si definisce sana solamente quando riesce a generare profitti attraverso l'attività caratteristica e gli investimenti operativi.

Infine, per condurre un'appropriata analisi del bilancio, il consulente deve considerarne i limiti più palesi. Se da un lato esso rappresenta una delle procedure standard per la valutazione di un progetto d'investimento data la sua semplicità computazionale e immediata comparabilità con gli altri indici, dall'altro rappresenta gli effetti finanziari in maniera limitata. I punti deboli che possono emergere dal suo utilizzo nell'analisi aziendale (o anche semplicemente di un investimento) sono i seguenti⁸⁵:

- Si tratta di un indice orientato al valore contabile, che in linea di principio consente solo conclusioni riguardanti il passato. Il ROI non è adatto alla valutazione di progetti d'investimento futuri;
- I rischi connessi agli investimenti e i fattori d'influenza esterni non vengono considerati nel ROI, ad esempio i rischi congiunturali e di mercato, la soddisfazione dei clienti, la concorrenza;
- Visto che il ROI si riferisce a un determinato arco di tempo preso in considerazione è difficile comparare investimenti con decorrenze diverse. Inoltre, dal punto di vista

⁸⁵ Patricia Pulliam Phillips e Jack J. Phillips, *ROI basics* (American Society for Training and Development, 2019).

pratico non è sempre possibile attribuire in modo univoco fatturati e utili di un'azienda a determinati progetti d'investimento.

Un altro indice di grande rilevanza è – come accennato precedentemente – il ROS. Esso misura, in sintesi, la capacità dell'impresa di praticare prezzi di vendita remunerativi rispetto ai costi sostenuti, mettendo in relazione il reddito operativo e i ricavi di vendita ed esprimendo la profittabilità operativa dell'impresa in relazione ai ricavi conseguiti in un determinato periodo⁸⁶.

Il ROS si ricava dalla formula di scomposizione del ROI e indica, in termini percentuali, i ricavi che si trasformano direttamente in utile operativo: rileva, infatti, indirettamente il tasso di assorbimento dei ricavi da parte dei costi operativi.

$$\text{ROS} = \frac{\text{UO}}{\text{R}} = 1 - \left(\frac{\text{CVO}}{\text{R}} + \frac{\text{CFO}}{\text{R}} \right) \quad [2.33]$$

dove CVO è uguale ai costi variabili operativi e CFO ai costi fissi operativi. Qualora, si voglia incrementare il valore del ROS, si deve sostanzialmente agire su due leve: i ricavi di vendita e il reddito operativo. Il valore del ROS è infatti influenzato dai prezzi applicati e dai volumi di vendita, a loro volta condizionati da altri fattori quali il posizionamento commerciale, il mercato di riferimento e i canali di vendita.

Chiaramente il consulente dell'impresa in crisi deve agire anche sulla struttura dei costi: in tal senso, il suo obiettivo deve essere quello di ridurre l'incidenza dei costi operativi (e in particolare quelli fissi), in modo tale da garantire un valore più alto del margine operativo prodotto da ciascuna unità di ricavo.

Infatti, quando il rapporto CFO/R si allontana progressivamente da 0, l'aumento delle vendite conduce ad un miglioramento del ROS tanto più significativo quanto maggiore è il *grado di leva operativa semplice (glos)*⁸⁷, dinamica che si coglie osservando la variazione percentuale del ROS in due periodi consecutivi:

$$\Delta_{\%}\text{ROS} = \frac{\text{ROSt}^2}{\text{ROSt}^1} - 1 = \frac{\text{UOt}^1}{\text{Rt}^1} + \frac{\frac{1,y}{1,x}}{\frac{\text{UOt}^1}{\text{Rt}^1}} - 1 = \frac{1,y}{1,x} - 1 \quad [2.34]$$

con x e y che rappresentano rispettivamente il tasso di crescita dei ricavi e del risultato operativo. Nel caso in cui il glos sia pari a 1, lo è anche il rapporto $\frac{1,y}{1,x}$ e quindi un aumento

⁸⁶ Maurizio Pini et al., *Basic financial accounting. Rilevazioni per il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato*. (Milano: McGraw-Hill, 2008).

⁸⁷ Il grado di leva operativa semplice è dato dal rapporto MC/UO, con MC = margine di contribuzione. Esso isola l'effetto prodotto sull'utile operativo dalla variazione del margine di contribuzione.

delle vendite non è in grado di modificare il ROS. Con un glos superiore a 1, al contrario, la variazione percentuale del ROS è proporzionale allo stesso e alla variazione dei volumi. Più la struttura di *costing* aziendale prevede lo sfruttamento dei costi fissi, minori sono i benefici sulla redditività delle vendite che si possono ottenere con un aumento dei volumi. Si osservi l'esempio seguente:

| | t ¹ | t ² | t ³ |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Ricavi | 1.000 | 1.200 | 1.440 |
| Costi variabili | 400 | 480 | 576 |
| Margine di contribuzione | 600 | 720 | 864 |
| Costi fissi | 300 | 300 | 300 |
| Utile operativo | 300 | 420 | 564 |
| ROS | 0,30 | 0,35 | 0,39 |
| glos | 2 | 1,71 | 1,53 |
| $\Delta\%R$ | | 20% | 20% |
| $\Delta\%ROS$ | | 17% | 12% |

Figura 2.7: esempio di crescita del ROS non proporzionale ai ricavi a causa dell'alta incidenza dei costi fissi - Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

Lo stesso incremento (20%) dei ricavi porta a miglioramenti decrescenti del ROS, determinati da minori valori che il glos assume proprio a seguito del crescente sfruttamento dei costi fissi.

Come per il ROI, anche il ROS assume dei valori limite che descrivono l'andamento aziendale⁸⁸:

- Se il ROS assume un valore positivo ($ROS > 0$), l'azienda gode di una buona efficienza operativa e dunque l'azienda è in grado di sostenere i costi operativi, coprire eventuali altri oneri e remunerare eventualmente gli azionisti;
- Quando il valore del ROS è pari a zero ($ROS = 0$), la capacità remunerativa dei ricavi è limitata alla sola copertura dei costi operativi;
- Nel caso in cui il valore di tale indice sia negativo (ROS situazione di crisi a livello operativo e/o produttivo). In una situazione di questo genere, i ricavi caratteristici sono insufficienti per coprire i costi della gestione caratteristica, oltre che degli oneri finanziari, straordinari ed extra-caratteristici, e insufficienti alla remunerazione del capitale proprio.

⁸⁸ David Hillier et al., *Corporate finance* (Milano: McGraw-Hill Education, 2018).

Trattandosi di un indice di redditività, chiaramente sarà migliore qualora abbia il valore più alto possibile. Anche in questo caso, tuttavia, è molto difficile stimare un valore ideale: si tratta di un indice che, data la sua struttura, assume valori elevati nel caso di aziende in grado di offrire i propri prodotti a prezzi alti e con costi operativi più contenuti possibile, migliorando dunque l'efficienza aziendale⁸⁹. Si tratta quindi di un indicatore estremamente influenzato dal settore di appartenenza dell'azienda.

Il ROS è un indicatore che, per derivazione matematica, presenta un legame molto stratto col ROI. Questo implica che, mantenendo inalterati gli altri parametri, un aumento del ROS si riflette in un aumento del ROI, così come viceversa avviene in caso di diminuzione di uno dei due indici⁹⁰. Ovviamente dovrà anche essere confrontato con gli altri indici di redditività, visto che non fornisce molte informazioni sulla capacità dell'azienda di remunerare gli azionisti e di migliorare la propria situazione debitoria.

Come già spiegato prima, il capitale investito totale non è composto esclusivamente dall'area operativa, ma si avvale anche dei contributi degli investimenti patrimoniali e finanziari appartenenti all'area delle attività extra – operative. Queste concorrono a formare l'EBIT normalizzato, la cui relazione con il capitale investito totale netto è la seguente:

$$RONA_N = \frac{UO + UE_X}{CIO_N + CIE_X} = \frac{EBIT_N}{CIT_N} \quad [2.35]$$

dove UE_X rappresenta l'utile extra – operativo, CIO_N il capitale investito operativo al netto delle passività commerciali e CIE_X il capitale investito extra – operativo. L'indice di rendimento normalizzato del capitale investito totale netto, ossia $RONA_N$ (*Return On Net Assets*)⁹¹ aggrega i valori dell'area operativa ed extra – operativa ed è pertanto un indice di redditività allargata.

Il *RONA* (*Return On Net Assets*) fornisce un'idea di quanto hanno reso tutte le attività detenute dall'azienda; quindi, esprime la capacità della stessa nel creare valore attraverso gli asset detenuti. Tale indice, in sostanza, mostra come la società e il suo management stanno impiegando bene le attività in modo economicamente valido. Tale indicatore è molto utile per il consulente aziendale, in quanto mostra il contributo di ciascuna area gestionale alla redditività d'impresa: così facendo, egli può suggerire al management in quale zona della

⁸⁹ È il caso, ad esempio, di aziende appartenenti al settore della moda e dei servizi.

⁹⁰ In realtà non sempre è così. Se ad esempio abbiamo un aumento di ricavi del 20% da un esercizio all'altro e tale incremento è accompagnato da una crescita del capitale operativo, si genera una contrazione della $Pciol$ in grado di assorbire l'aumento del ROS e lasciare invariato il ROI_L (cfr. Fabrizio Di Lazzaro e Gianluca Musco, *Analisi aziendale: metodi e strumenti* (Torino: G. Giappichelli, 2015)).

⁹¹ $RONA_N$ sta per *RONA* normalizzato e $RONA_I$ per *RONA* integrale.

gestione intervenire per risolvere eventuali problematiche. Il $RONA_N$ può assumere valori compresi fra il ROI netto e il ROI del capitale extra – operativo, dove nello specifico:

- Al crescere del peso del CIO_N sul CIT_N , il $RONA_N$ tende verso il ROI netto;
- Al crescere del CIE_X sul CIT_N , il $RONA_N$ tende verso il ROI_{EX} .

Dato che il $RONA_N$ si colloca all'interno di una classe di valori i cui limiti sono il ROI e il ROI_{EX} , risulta utile scomporre il $RONA_N$ per vedere il rendimento della gestione accessoria e compararlo con quello dell'area operativa. Il rapporto $RONA_N/ROI$ esprime il *grado di leva della gestione accessoria (glga)* utile per capire il divario di rendimento fra le due aree in questione. Nel caso in cui esso sia inferiore a 1, il rendimento della gestione accessoria è inferiore a quello dell'area operativa: più tale divario è accentuato, maggiore è l'effetto sfavorevole che gli impieghi extra – operativi esercitano sul rendimento del capitale investito totale; se invece il rapporto è superiore a 1, è maggiore il rendimento dell'area operativa ed è più marcato l'effetto favorevole prodotto dalla gestione accessoria sul rendimento di tutto il capitale investito. Il *glga* quindi aiuta l'impresa a capire la forza con cui il divario di rendimento agisce sul $RONA_N$.

Per quanto riguarda il suo valore ottimale, bisogna fare le medesime considerazioni fatte per gli indici precedenti. Ovviamente un RONA (o ROA) positivo indica un'azienda in grado di valorizzare i mezzi a propria disposizione; un ROA basso (o negativo) significa che l'azienda è ad alta intensità di capitale perché ha bisogno di molti asset per realizzare un profitto. Un requisito fondamentale che deve tassativamente valutato è il suo valore rispetto ai tassi di interesse pagati sul debito: se così non fosse la gestione societaria starebbe distruggendo valore, dato che il denaro preso a prestito dall'impresa è effettivamente costato molto di più di quanto abbia effettivamente reso⁹².

Nella realtà aziendale, un ROA del 5% o più alto è tipicamente considerato un buon rapporto, mentre se supera il 20% è considerato ottimo⁹³; tuttavia, come più volte espresso in precedenza per ROI e ROS, il ROA di un'azienda deve essere confrontato all'interno del proprio contesto concorrenziale.

Come fatto per il ROI, anche il ROA calcolato per le imprese italiane è in forte diminuzione e, nel 2020, al di sotto del valore minimo ottimale. Si è infatti registrata, causa Coronavirus, un'ulteriore contrazione della redditività operativa (ROA), che già si era ridotta nei due anni

⁹² Luigi Logrieco, «Gli indicatori di allerta delle crisi aziendali», Starting Finance, 15 ottobre 2019, <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/indicatori-allerta-crisi-aziendali/>.

⁹³ Emily Guy Birken e Benjamin Curry, «Understanding Return On Assets (ROA)», Forbes advisors, 6 aprile 2021, <https://www.forbes.com/advisor/investing/roa-return-on-assets/>.

precedenti. Tra 2020 e 2019, l'indice si è calato di 1,7 punti percentuali per le PMI e di 1,5 punti per le aziende grandi. Le prime passano dal 4,9% del 2019 al 3,2% del 2020 e vengono riavvicinate dalle seconde, che si attestano al 2,5% nel 2020.

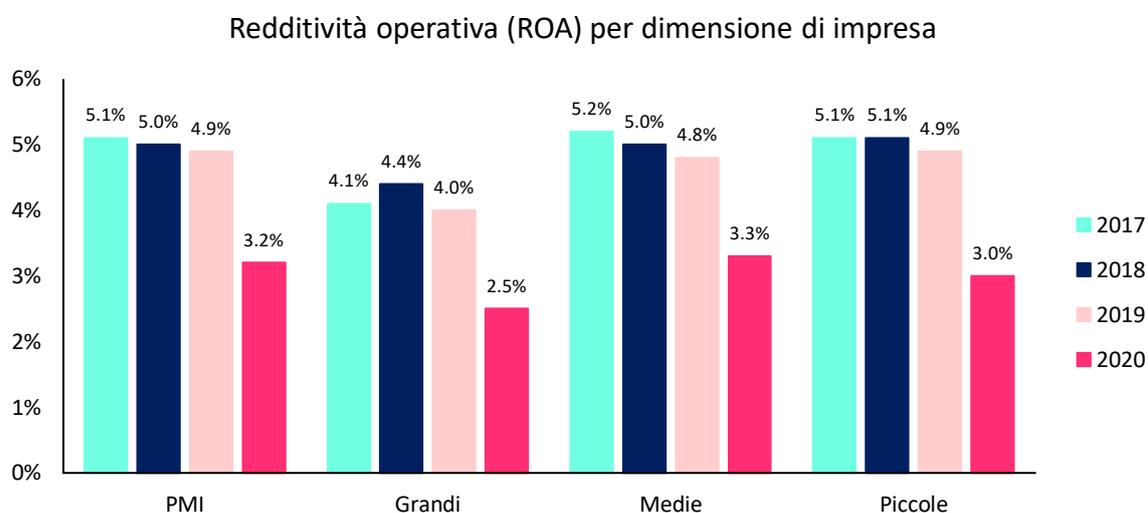


Figura 2.8: il ROA nel periodo 2017 - 2020 delle imprese italiane per dimensione – Fonte: *Cerved (2021)*

È buona prassi utilizzare il RONA congiuntamente con gli altri indicatori di redditività, in particolare con il ROE, dato che quest'ultimo non tiene conto dei livelli di indebitamento al contrario del RONA. Tali indici vengono poi usati insieme per definire l'equazione della leva finanziaria, utile per capire l'effetto della stessa sul ROE in quanto può potenzialmente generare situazioni difficilmente sostenibili sotto il profilo economico.

I possessori del capitale di rischio vedono nel risultato netto d'esercizio la remunerazione dell'investimento effettuato: dal loro punto vista, l'indicatore di performance economica è un tasso di redditività, mentre per l'azienda esso è un tasso di onerosità dato che riporta l'incidenza relativa del costo sostenuto per la disponibilità del capitale finanziario. Sono queste le qualificazioni che prevalgono quando si parla del *ROE (Return On Equity)*, il quale indica il grado di remunerazione del capitale proprio, ossia dei capitali investiti a pieno rischio all'interno dell'azienda e soprattutto se tale remunerazione risulti congrua rispetto a forme d'investimento simili⁹⁴. Esso, quindi, consente un apprezzamento dei risultati complessivi conseguiti attraverso le diverse componenti della gestione: operativa, finanziaria e fiscale.

⁹⁴ Carlo Caramiello, *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale* (Milano: Giuffrè Editore, 2003), p. 168.

Il ROE si ottiene dal rapporto fra l'utile (o perdita) netto d'esercizio e il valore dei mezzi propri: il suo impiego al numeratore consente di quantificare il guadagno effettivo riconosciuto a ciascuna unità di capitale di rischio apportata:

$$ROE_N = \frac{UN}{MP} \quad [2.36]$$

dove ROE_N indica la redditività dei mezzi propri al netto del prelievo fiscale⁹⁵. L'equazione, nello specifico, consta di due componenti: una *diretta* che esprime la remunerazione esplicita del socio dagli utili distribuiti; una *indiretta* la cui remunerazione è data dall'incremento di valore della quota capitale di rischio posseduta⁹⁶.

Il ROE ricopre un ruolo di assoluto rilievo all'interno dell'analisi di redditività dato che è alla base della leva finanziaria, il cui grado applicato all'analisi volumi, costi e ricavi fornisce importanti indicazioni sul rischio associato all'indebitamento finanziario. Essa, infatti, è uno strumento utilissimo a valutare l'effetto sul ROE e il suo impiego permette di sfruttare l'accesso al capitale di debito per incrementare la redditività del capitale proprio investito. Per giungere all'equazione della leva finanziaria, va innanzitutto ricordato che il ROE dipende da quattro fattori principali:

- La redditività integrale di tutto il capitale investito ($RONA_I$);
- Il tasso medio di finanziamento T_f , dato dal rapporto fra oneri finanziari e il valore medio dei debiti della stessa natura nell'esercizio;
- La struttura finanziaria (Q_{Df}), rappresentata dal quoziente di indebitamento finanziario;
- Le imposte sul reddito k .

Il reddito prodotto $EBIT_I$ viene distribuito ai finanziatori attraverso gli oneri finanziari e gli utili netti. Partendo da questa uguaglianza ed esprimendo l' $EBIT_I$ in termini di $RONA_I$ si ha:

$$RONA_I \times (MP + DF) = OF + UL \quad [2.37]$$

Spostando UL a sinistra, dividendo ogni membro per i mezzi propri MP e moltiplicandolo per il coefficiente di defiscalizzazione si ottiene il ROE_N :

⁹⁵ Impiegando il risultato lordo si può ricavare il rendimento teorico del capitale di proprietà in assenza di tassazione. Il calcolo del ROE_L presenta il grande vantaggio di rendere comparabili fra loro appartenenti a regimi fiscali diversi, o per collocazione geografica, o per la differenza delle misure agevolative di cui godono. Tuttavia, la sua utilità viene meno quando il ROE serve a valutare scelte di investimento alternative o deve essere impiegato nell'analisi orientata al valore secondo l'approccio *levered*.

⁹⁶ La componente in questione $\frac{UN_R}{MP}$ esprime anche la propensione all'autofinanziamento attuato mediante la ritenzione di utili.

$$ROE_N = \left[RONA_I + \frac{DF}{MP} \times (RONA_I - Tf) \right] \times (1 - k) \quad [2.38]$$

Questa relazione, nota come *equazione della leva finanziaria*, rivela che il ROE_N dipende, oltre dai fattori menzionati⁹⁷ sopra, anche dalla differenza fra il $RONA_I$ e Tf . La seconda fase di studio della leva porta alla definizione del suo effetto prodotto sulla redditività del capitale di rischio dalla presenza dei debiti di finanziamento, i quali possono far sì che il ROE divenga maggiore o minore del $RONA_I$. Con $Q_{Df} > 0$, si approfondisce lo spread $RONA_I - Tf$ per valutare se il capitale di debito stia migliorando o peggiorando la redditività dei mezzi propri rispetto alla redditività del capitale investito:

1. *Leva finanziaria positiva ($RONA_I > Tf$)*

Il ROE trae vantaggio dalla presenza dei debiti finanziari: essi aumentano la redditività del capitale di proprietà e l'effetto della leva è definito come favorevole. Un aumento del risultato complessivo sul ROE dipende da quanto più elevato è Q_{Df} e da quanto lo spread si accentui ulteriormente: se quindi la redditività del capitale investito è superiore al tasso di finanziamento risulta conveniente sostenere la crescita attraverso il debito. Occorre però prestare attenzione al punto di inversione della leva che, oltre una certa soglia, diventa negativa. In buona sostanza *“il beneficio della leva dipende (...) dallo scostamento del capitale investito e il costo del debito e dal finanziamento delle attività operative con debito e capitale”*⁹⁸.

2. *Leva finanziaria negativa ($RONA_I < Tf$)*

Il debito finanziario riduce il ROE, sottraendo redditività al capitale di rischio. L'effetto della leva è sfavorevole, dato dall'aumento dello spread e/o da una crescita del quoziente di indebitamento. Nel caso in cui la redditività degli impieghi è inferiore a Tf , qualsiasi scelta di investimento che trovi copertura finanziaria si rileva controproducente per il ROE, vista la perdita di rendimento a vantaggio del capitale di debito. Il management e anche il consulente devono cercare di ristabilire le condizioni per sfruttare economicamente il debito.

3. *Leva finanziaria neutra ($RONA_I = Tf$)*

La struttura finanziaria non influenza la redditività dei mezzi propri. L'indebitamento finanziario è neutrale rispetto alla remunerazione degli stessi.

⁹⁷ L'equazione può essere espressa impiegando il ROI al posto del $RONA_I$. Tale relazione è ritenuta valida solo nel caso in cui questi indici coincidano, ossia quando non ci sono attività accessorie e non sono stati conseguiti risultati di natura straordinaria.

⁹⁸ Franco Pedriali, a c. di, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali* (Milano: Hoepli, 2006), p. 29.

Nel corretto sfruttamento della leva finanziaria, l'azienda deve tenere conto che il T_f dipende dal grado di rischio specifico sopportato dai finanziatori, direttamente proporzionale a Q_{Df} . È palese che un livello di indebitamento maggiore determini un tasso di remunerazione più alto: questa dinamica si riflette su T_f che aumenta il quoziente di indebitamento. L'intensità dell'effetto della leva finanziaria è misurabile attraverso il *grado di leva finanziaria (gfl)*, dato dal rapporto fra il ROE_L e il $RONA_I$ ed esprime il contributo dei debiti finanziari sulla redditività dei mezzi propri. Per determinare un effetto positivo, gfl deve essere maggiore di 1 e, all'aumentare del suo valore, aumenta l'effetto favorevole della leva.

Si è visto come il profilo di rischio finanziario dipenda dalle modalità di copertura del fabbisogno di finanziamento e il costo sopportato dall'impresa. Il consulente dell'impresa in crisi deve però considerare che si tratta di una rappresentazione incompleta, visto che non è in grado di cogliere tutte le sue potenzialità. La misura del rischio finanziario dipende, fra le altre, dallo stock complessivo di debito rispetto ai mezzi propri e dallo spread $RONA_I - T_f$. Una società molto indebitata con un tasso inferiore al rendimento del capitale sarà più esposta a tale forma di rischio: è utile, quindi, nell'analisi aziendale definire il *coefficiente di rischio finanziario*, che dipende dal rapporto fra T_f e $RONA_I$.

$$CFR = \left(\frac{T_f}{RONA_I} \right) \times Q_{Df} \quad [2.39]$$

Dall'equazione, si deduce che:

- $T_f / RONA_I > 1$: l'effetto moltiplicativo sul rischio finanziario è più che proporzionale alle variazioni di Q_{Df} ;
- $T_f / RONA_I < 1$: l'effetto moltiplicativo sul grado di rischio finanziario è ridotto.

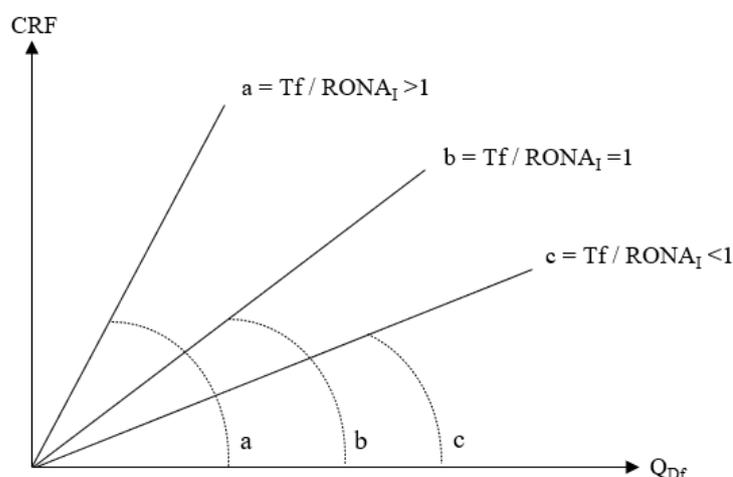


Figura 2.9: Il rapporto $T_f / RONA_I$ integrale. Esso è il coefficiente angolare della retta che esprime il grado di rischio finanziario - Fonte: Di Lazzaro, Musco (2015)

Come per gli altri indici, definire un valore ottimale del ROE è difficoltoso: ovviamente un valore basso e decrescente nel corso degli anni non è auspicabile da parte dell'impresa. In generale, si sostiene che il ROE minimo accettabile dovrebbe essere intorno al 2%, ma tale misura è solo orientativa. Il perché del 2% potrebbe avere a che fare con la tendenziale crescita dei prezzi nelle economie avanzate negli ultimi anni. Visto che l'obiettivo minimo di un investitore risparmiatore è quello di conservare almeno il potere di acquisto del proprio reddito investito, è evidente che con un'inflazione attesa mediamente al 2% all'anno, il ROE dovrebbe essere non inferiore a tale percentuale. In condizioni di mercato ordinarie, invece, sarebbe considerato ottimale un ROE al 5%.

Anche in questo caso, facendo il medesimo raffronto temporale fatto per il ROI e il ROA, si deduce l'impatto fortemente negativo generato dall'emergenza sanitaria nel 2020. Nonostante il calo del costo del debito, nel 2019 il ROE si è ridotto per il secondo anno consecutivo, attestandosi al 10,8% (circa un punto rispetto al picco post – 2007 di due anni prima). Nel 2020 la diminuzione stimata è molto più netta, con una perdita di 4,2 punti percentuali, dovuta al crollo dei margini: il ROE si attesta al 6,6%, a un livello poco superiore alla metà del dato registrato nel biennio precedente. Per le grandi i valori sono, rispettivamente, di 8% e 4,5% con una contrazione di 3,5 punti.

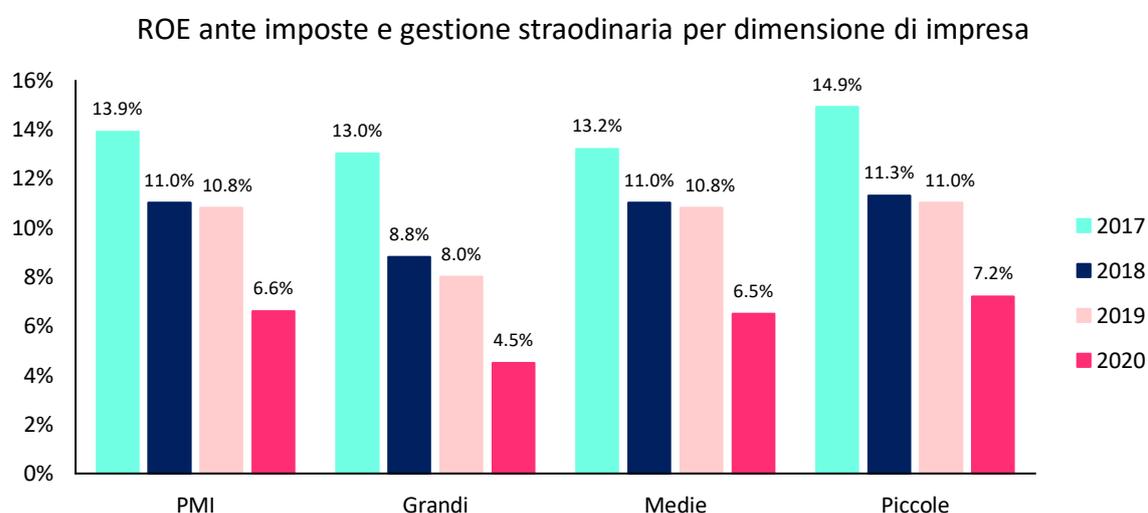


Figura 2.10: ROI nel periodo 2017 – 2020 delle imprese italiane per dimensione - Fonte: *Cerved (2021)*

Nel 2019 la redditività netta era aumentata nei settori con gli indici più bassi, agricoltura e costruzioni, ma si era ridotta negli altri. Al calo del 2020 contribuiscono invece tutti i settori di attività economica, ad eccezione dell'agricoltura, che rimane sostanzialmente stabile intorno a 6%. L'industria, che storicamente ha sempre mostrato la redditività più elevata,

mantiene la posizione, mostrando anche il calo relativamente meno forte (4,5 punti percentuali), seguita dai servizi, che perdono 4,6 punti e dalle costruzioni, che ne perdono 5. Ne risulta un quadro in cui le costruzioni vedono dimezzati i loro ritorni sul capitale, mentre gli altri settori fanno registrare una riduzione di circa un terzo.

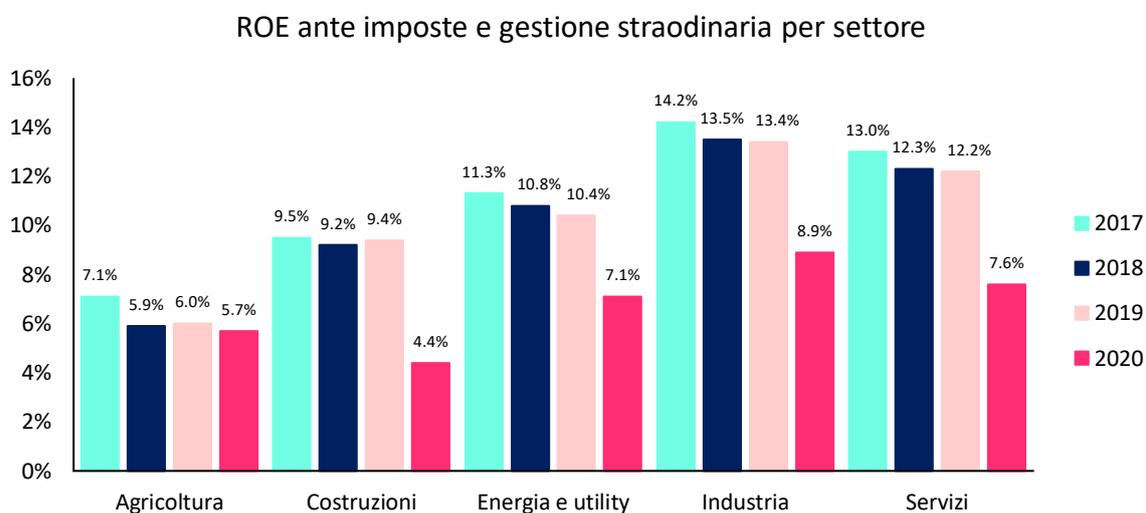


Figura 2.11: Figura 2.10: ROI nel periodo 2017 – 2020 delle imprese italiane per settore - Fonte: *Cerved (2021)*

Per la determinazione del valore del ROE, va tuttavia specificato che l'equazione della leva consente di determinare in maniera preventiva la struttura finanziaria in modo tale che assicuri il raggiungimento di un ROE_N obiettivo. Si possono infatti utilizzare il $RONA_I$, il T_f e l'aliquota d'imposta k di un bilancio d'esercizio passato e replicarli per il futuro: così facendo, si definisce un quoziente di indebitamento finanziario che faccia assumere al ROE netto un valore prestabilito voluto dall'imprenditore.

Ovviamente, un Q_{Df} attendibile richiede che gli indicatori appena menzionati trovino conferma nei rispettivi valori consuntivi e che spesso non è agevole trovare il suo valore dato che una delle variabili da cui dipende, ossia il T_f , non è indipendente.

Cap. 3: Gli indici d'allerta e i modelli previsionali della crisi

Gli argomenti trattati nel presente capitolo mirano ad offrire una panoramica quanto più completa possibile degli strumenti di allerta e previsionali a disposizione del management e del consulente per accorgersi e valutare tempestivamente una crisi aziendale. Essi, infatti, sono fondamentali per poter garantire una continuità sotto diversi aspetti, evitando gli interventi correttivi del *turnaround* e scongiurando le ipotesi di cessione e – quella ancor più grave – di liquidazione aziendale mediante le procedure concorsuali.

Indipendentemente dall'esito a cui andrà incontro l'impresa, per quest'ultima la crisi d'azienda è un fenomeno che costituisce un campanello d'allarme sul suo stato di salute. L'imprenditore deve essere in grado di coglierlo e di affrontarlo in maniera tempestiva in modo da attuare le dovute contromosse (sia a livello strategico, sia a livello organizzativo e contabile) al fine di garantire la continuità aziendale. Molto spesso, purtroppo, essa non viene colta o – peggio ancora – ignorata sin dai suoi segnali premonitori, andando a costituire un elemento endemico di una patologia che con buona probabilità porterà all'estinzione della *business idea* dell'impresa e di quest'ultima in un momento appena successivo.

Non accorgersi della crisi in atto è un comportamento sempre più diffuso nell'attuale sistema imprenditoriale. Al di là di una *governance* poco attenta e/o impreparata, la crisi tende a manifestarsi successivamente ad una situazione in cui l'impresa è profittevole e ben inserita all'interno del proprio business di riferimento; questo rende difficile per il management accorgersi o anche solo ammettere di incorrere in una potenziale situazione di declino⁹⁹, a causa soprattutto del gap percettivo¹⁰⁰ fra il reale stato dell'organizzazione e quello che egli ritiene sussistere.

Il paragrafo §3.1 è focalizzato sull'approfondimento fatto dal CNDCEC al fine di determinare i valori soglia per i quali sussiste una ragionevole crisi d'impresa; il paragrafo §3.2. invece disamina gli strumenti statistici e non con i quali si cerca di prevedere lo stato d'insolvenza, facendo una panoramica storica degli apporti effettuati alla diagnostica aziendale dalla letteratura economica italiana ed internazionale.

⁹⁹ Peter Drucker, «The theory of the business», *Harvard Business Review* 72, n. 5 (1994): pp. 95–104.

¹⁰⁰ Definito "*ostrich approach*" da Bibeault, *op. cit.*, (1999), p. 74, oppure "reality gap" da Lovett e Slatter, *op.cit.*, (1999), p. 64.

3.1 Il CCI e i sistemi di allerta della crisi aziendale

Con la Legge Delega del 19 ottobre 2017, n.155, il Parlamento ha delegato al Governo l'attuazione della riforma della disciplina della crisi d'impresa e dell'insolvenza, che ha determinato l'introduzione nel nostro ordinamento del “*Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*” pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 14 febbraio 2019. Il codice in questione era destinato a entrare in vigore, eccezione fatta per alcune disposizioni già vigenti, il 14 agosto del 2020; tuttavia – a causa dell'emergenza sanitaria occorsa e di cui non si conosce ancora il destino – l'entrata in vigore ha subito uno slittamento alla primavera del 2022 (dopo un precedente rinvio al 1° settembre 2021). A motivare il rinvio una serie di elementi: innanzitutto, la necessità di adottare la nuova direttiva comunitaria, evitando l'esordio di regole nuove, con la necessità di doverle modificare subito dopo. A pesare però sono anche le condizioni di una larga parte delle imprese ancora pesantemente condizionate dall'emergenza sanitaria: costringere a fare i conti con un pacchetto significativo di modifiche alla Legge fallimentare è sembrato in questa fase del tutto inopportuno. Infine, vi sono ancora in discussione le soglie di allerta, che, come si vedrà in seguito nel paragrafo, costituiscono la parte più impattante e ambiziosa della riforma.

Il nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza porta con sé numerosissime novità. Fra queste spiccano¹⁰¹:

- Sostituzione del termine fallimento con l'espressione “*liquidazione giudiziale*” in conformità a quanto avviene in altri Paesi europei, al fine di evitare il discredito sociale anche personale che anche storicamente si accompagna alla parola “*fallito*”;
- Si introduce un sistema di allerta finalizzato a consentire la pronta emersione della crisi;
- Si dà priorità a quelle proposte finalizzate alla continuità aziendale, privilegiando procedure alternative a quelle dell'esecuzione giudiziale;
- Riduzione della durata e dei costi delle procedure concorsuali;
- Istituzione presso il Ministero della Giustizia di 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.

¹⁰¹ Leonardo Dorini, «Covid, continuità e bilanci: gli strumenti a disposizione delle imprese», *Sole24Ore*, 4 febbraio 2021.

- Istituzione di sistema premiale a favore degli imprenditori che di propria iniziativa presentino tempestivamente istanza di composizione assistita della crisi all'OCRI¹⁰², o direttamente domanda di ammissione ad una delle procedure giudiziali di regolazione della crisi o dell'insolvenza.

Ad ogni modo, nel presente elaborato non verranno trattati tutti gli elementi coinvolti dalla riforma. La disamina si concentrerà esclusivamente sui segnali di allerta o *early warning* che il legislatore ha voluto introdurre appositamente per fare in modo che le aziende riconoscano quei potenziali segnali di declino che, se non intercettati per tempo, possono sfociare in una crisi irreversibile.

Un aspetto fondamentale da considerare quando si parla di crisi è – come scritto nell'introduzione del capitolo – la mancanza di tempestività nell'agire da parte dei vertici aziendali. Il tempo, in quest'ottica, gioca un duplice ruolo essenziale in termini di:

- Tempestività di accertamento: misura l'intervallo intercorrente fra l'inizio dell'involuzione del moto aziendale e quello in cui il fenomeno degenerativo viene avvertito;
- Precocità di intervento: misura il tempo fra il momento in cui il fenomeno viene avvertito e quello in cui vengono (oppure no) intraprese azioni di recupero¹⁰³.

Per cercare di tutelare il sistema economico italiano da un potenziale “default di massa” delle imprese, il legislatore ha opportunamente introdotto con la legge n.155/2017 una procedura di allerta finalizzata a segnalare velocemente i sintomi premonitori di uno stato di crisi attraverso le fasi di monitoraggio e segnalazione. Il principio generale di questo riferimento normativo consiste nel creare una gestione proattiva delle crisi aziendali, quando ancora sussistono – da un punto di vista contabile – attivi consistenti e leve d'intervento efficaci. L'adozione di un sistema che porti alla gestione della crisi quando ancora questa si trova nelle sue fasi embrionali è particolarmente necessaria nel nostro Paese, dato che numerose evidenze empiriche hanno confermato l'incapacità delle imprese italiane di promuovere in maniera automatica dei processi di ristrutturazione precoce¹⁰⁴. La sua stesura è stata quindi

¹⁰² Istituito dal d.lgs. n. 14/2019, l'OCRI è l'*organismo di composizione della crisi d'impresa* ed ha il compito di ricevere le segnalazioni e gestire la fase di allerta, nonché il procedimento di composizione assistita della crisi per le imprese diverse dalle imprese minori. È istituito presso ogni Camera di Commercio ed è composto da un collegio di tre esperti per le finalità appena descritte.

¹⁰³ Greta Cestari, *La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi* (Giuffrè Editore, 2009).

¹⁰⁴ Andrea Giacomelli, «La procedura di allerta nella legge 155/2017: produzione e monitoraggio di indicatori premonitori dello stato di crisi», *Il commercialista veneto* 241 (febbraio 2018).

appositamente voluta dal legislatore facendo che la crisi – una volta stabiliti gli aspetti definitivi – “emerga tempestivamente” in modo tale che o che si possano adottare tutte le azioni necessarie a ripristinare le condizioni di equilibrio¹⁰⁵. La riforma, infatti, va letta in un’ottica di recupero delle aziende in crisi e non di estromissione di esse dal mercato: tale visione viene appoggiata anche a livello comunitario, in cui la raccomandazione n. 2014/135/UE pone tra i propri obiettivi quello di “*consentire alle imprese sane in difficoltà finanziaria di ristrutturarsi in una fase precoce, per evitare l’insolvenza e proseguire l’attività*”. Ecco come, in un assetto del genere, assuma un ruolo cruciale la tempestività: quanto più tempestivi sono gli interventi di risanamento, tanto più vi sono possibilità di risanamento e recupero; viceversa, il ritardo nel percepire i segnali di crisi possono portare a situazioni di irreversibilità e comunque difficili da recuperare.

Un’azione quanto più rapida e mirata è auspicabile anche per conseguire altre tipologie di benefici. Innanzitutto, con la salvaguardia della continuità aziendale, ne usufruiscono in modo positivo gli *stakeholders*: i fornitori, che possono continuare la collaborazione professionale; i dipendenti, evitando la perdita del posto di lavoro; il mercato, dati che un miglioramento dei tassi di recupero si riflette – ad esempio – in maggiori possibilità di accesso al credito, maggiori investimenti e, in generale, in una situazione maggiormente performante per le imprese dell’intero sistema economico. Un’azione tempestiva limita anche le perdite delle cosiddette “risorse invisibili”, ossia quei beni immateriali non sono iscrivibili in bilancio in quanto difficilmente qualificabili dal punto di vista monetario¹⁰⁶, e permette di conseguire l’efficienza allocativa, ossia una migliore allocazione dei fattori produttivi presso le stesse imprese in crisi, potendo garantire continuità a quest’ultime.

In conclusione, i lavori di riforma e la stesura degli indici di allerta sono stati guidati dal principio di salvaguardia socioeconomica delle diverse realtà imprenditoriali in un momento di perdurante difficoltà economica. A tal proposito, i principali intenti del legislatore sono stati i seguenti¹⁰⁷:

- Definire degli indizi o indicatori della crisi, il cui ricorso consentirebbe di far scattare l’allarme attivando l’adozione delle iniziative del caso;
- Individuare degli strumenti di rilevazione dei già menzionati indizi;

¹⁰⁵ UNGDCEC, «Gli indicatori di allerta: osservazioni e criticità», maggio 2019.

¹⁰⁶ Si pensi, banalmente, alle conoscenze delle risorse umane o ai processi organizzativi interni. Si trattano di elementi praticamente impossibili da stimare, ma che possono essere il fattore decisivo per una posizione di leadership nel business di riferimento.

¹⁰⁷ Michele Perrino, «Crisi di impresa e allerta: indici, strumenti e procedure», *Il corriere giuridico* 5 (2019): pp. 653–70.

- Individuare dei meccanismi o procedure attraverso cui effettuare iniziative volte a fronteggiare la crisi;
- Definire delle misure in cui tali iniziative possano o debbano consistere, con riferimento alle procedure di regolazione della crisi già note oppure con l'introduzione di ulteriori procedure¹⁰⁸.

L'importanza della tempestività è appositamente sottolineata da un articolo a lei dedicato, l'art.24, all'interno del *Codice della Crisi e dell'Insolvenza dell'impresa*. Esso illustra una serie di condizioni per cui l'iniziativa del debitore volta a prevenire l'aggravarsi della crisi non è tempestiva se egli propone una domanda di accesso ad una delle procedure regolate dal presente codice oltre il termine di sei mesi a decorrere da quando si verifica, alternativamente:

- a) L'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno sessanta giorni per un ammontare pari ad oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;
- b) L'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno centoventi giorni per un ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti;
- c) Il superamento, nell'ultimo bilancio approvato, o comunque per oltre tre mesi, degli indici elaborati ai sensi dell'articolo 13, commi 2 e 3 (vedi *infra*, §3.1.2).

Va inoltre specificato che l'analisi introdotta non si esaurisce esclusivamente nella lettura dei dati. In quest'ottica, il legislatore ha ritenuto opportuno introdurre una prospettiva di analisi di natura *looking forward*: non è più sufficiente considerare la classica formula a consuntivo, ma bisogna adottare un'informazione di natura prospettica. Questa tipologia informativa si riferisce agli obiettivi che le imprese stanno perseguendo e all'incertezza sul loro effettivo raggiungimento, analizzando tutte le possibili combinazioni riguardanti gli scostamenti. È chiaro che l'adozione di tale modello informativo pone ostacoli sia di natura logica che applicativa: in particolare, rende necessaria l'individuazione di diversi possibili eventi alternativi che si possono realizzare e l'adozione di quelle decisioni che considerino in modo consapevole gli effetti delle possibili alternative¹⁰⁹.

¹⁰⁸ Ciò che la legge n. 155/2017 e le bozze dei suoi decreti legislativi di attuazione chiamano "*procedimento di composizione assistita della crisi*".

¹⁰⁹ Fra gli strumenti più usati dall'azienda e dai consulenti per questo obiettivo spicca la *sensitivity analysis*. Essa consiste nel valutare gli effetti sui risultati forniti da un modello (ossia dalla funzione che lo descrive analiticamente) indotti da modifiche nei valori delle variabili di ingresso.

3.1.1 Il lavoro del CNDCEC

Il presente paragrafo offre una panoramica sintetica, ma esaustiva, del lavoro svolto dal CNDCEC¹¹⁰ per quanto riguarda l'individuazione delle soglie di allerta di cui si è trattato in precedenza. In primo luogo, verrà messo in risalto il quadro normativo di riferimento; successivamente saranno analizzati i modelli e i criteri utilizzati per la scrematura e la stesura definitiva degli indici richiesti dal CCI, mettendo anche in risalto la metodologia applicata.

Vale la pena sottolineare che la definizione delle soglie di allerta non è stata effettuata direttamente dal legislatore attraverso il d.lgs. n.14, 2019, ma ha delegato tale compito al CNDCEC. Infatti, osservando il primo comma dell'art. 13, si può notare come non vi siano dei riferimenti a degli indici specifici utilizzati nella prassi consulenziale e/o finanziaria, ma soltanto delle indicazioni di carattere generale: *“Costituiscono indicatori di crisi gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore, tenuto conto della data di costituzione e di inizio dell'attività, rilevabili attraverso appositi indici che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi. A questi fini, sono indici significativi quelli che misurano la sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare e l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi. Costituiscono altresì indicatori di crisi ritardi nei pagamenti reiterati e significativi, anche sulla base di quanto previsto nell'articolo 24”*¹¹¹.

È grazie al secondo comma del medesimo articolo che si è manifestata, da parte del legislatore, la volontà di assegnare direttamente a dei professionisti il compito di elaborare gli indici necessari al completamento del sistema di allerta introdotto con la legge 155/2017. Ricependo la delega assegnata, il CNDCEC ha condotto un lavoro suddivisibile in tre macrofasi:

¹¹⁰ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. Esso è l'organismo di rappresentanza istituzionale della categoria professionale dei commercialisti ed è costituito da 21 consiglieri eletti tra gli iscritti all'Albo. Tra i suoi compiti principali, conferitigli dal D.lgs. 139/2005, spiccano: la promozione dei rapporti con le istituzioni e le pubbliche amministrazioni competenti; la formulazione di pareri sui progetti di legge e di regolamento che interessano la professione; adotta ed aggiorna il Codice deontologico della professione e disciplina, con propri regolamenti, l'esercizio della funzione disciplinare a livello territoriale e nazionale.

¹¹¹ D.lgs. n. 14 del 14 febbraio 2019, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, art. 13, comma 1.

- Proposta di un gruppo di indici;
- Proposta di un iter logico di lettura che ne renda possibile una valutazione unitaria;
- Sviluppo di un supporto metodologico che renda chiaro e omogeneo il calcolo degli indici partendo dalla valutazione dell'andamento aziendale.

Il compito fondamentale svolto dal CNDCEC aveva sostanzialmente due obiettivi: la selezione degli indici ottimali e la individuazione di opportune soglie di allerta che conducessero a risultati attendibili e non distorsivi.

Il modello prescelto dal CNDCEC per la definizione degli indici è da considerarsi multivariato, costruito attraverso una logica “combinata”. Tale approccio non si è tradotto in un sistema di *scoring* di ponderazione degli indici (molto utilizzato nella letteratura e di cui si rimanda ogni approfondimento al §3.2.), ma ha evidenziato una serie di combinazioni di eventi di superamento delle soglie, la cui emersione congiunta fosse storicamente associabile ad un'alta probabilità di condurre all'insolvenza aziendale. Ai fini della selezione degli indicatori, sono stati presi in considerazione quelli più gettonati nella diagnosi precoce dell'insolvenza aziendale. Partendo da 56 ratios riconducibili a differenti ambiti gestionali, l'analisi è proseguita tramite un processo di scrematura degli stessi in modo tale che – opportunamente combinati fra loro – identificassero al meglio un gruppo di imprese prossime all'insolvenza¹¹². Gli ambiti appena menzionati sono:

- Sostenibilità degli oneri finanziari e dell'indebitamento;
- Grado di adeguatezza patrimoniale e composizione del passivo per natura delle fonti;
- Equilibrio finanziario;
- Redditività;
- Sviluppo;
- Indicatori di specifici ritardi nei pagamenti.

La capacità predittiva degli indicatori è stata valutata secondo tre metriche diverse: l'indice di Gini, la differenza delle mediane degli indicatori fra imprese in default o insolventi e i tassi d'insolvenza per quantili dell'indicatore. Nello specifico, la definizione matematica di tasso d'insolvenza¹¹³ percentualizzato data dal CNDCEC è la seguente:

¹¹² Ai fini della selezione di questa *short list* degli indicatori con maggior capacità predittiva, sono state effettuate delle analisi della capacità predittiva univariata del singolo indice dell'evento di insolvenza a tre anni dalla data dell'ultimo bilancio.

¹¹³ In tale lavoro, sono state classificate come imprese insolventi coloro le quali sono state investite da ciascuno di questi eventi nel corso dei successivi 3 anni rispetto alla data di riferimento del bilancio selezionato: fallimento; concordato preventivo; accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis; liquidazione coatta amministrativa; amministrazione straordinaria.

$$TD = \frac{\text{N. imprese insolventi}}{\text{N. totale imprese con bilancio nell'anno di riferimento}} \% \quad [3.1]$$

In cui al denominatore vi è la somma dei bilanci compresi nella coorte annuale e al numeratore le imprese entrate in stato di insolvenza nei 3 anni successivi alla data di riferimento della coorte annuale. Il campione scelto dal CNDCEC è composto da circa 568mila bilanci corrispondenti a circa 181mila imprese, appartenenti al periodo 2010 – 2015. Da tali dati, è emerso che il TD medio è pari al 3,1% nel periodo considerato, presentando una tendenza decrescente:

La composizione % del campione per anno di bilancio e TD

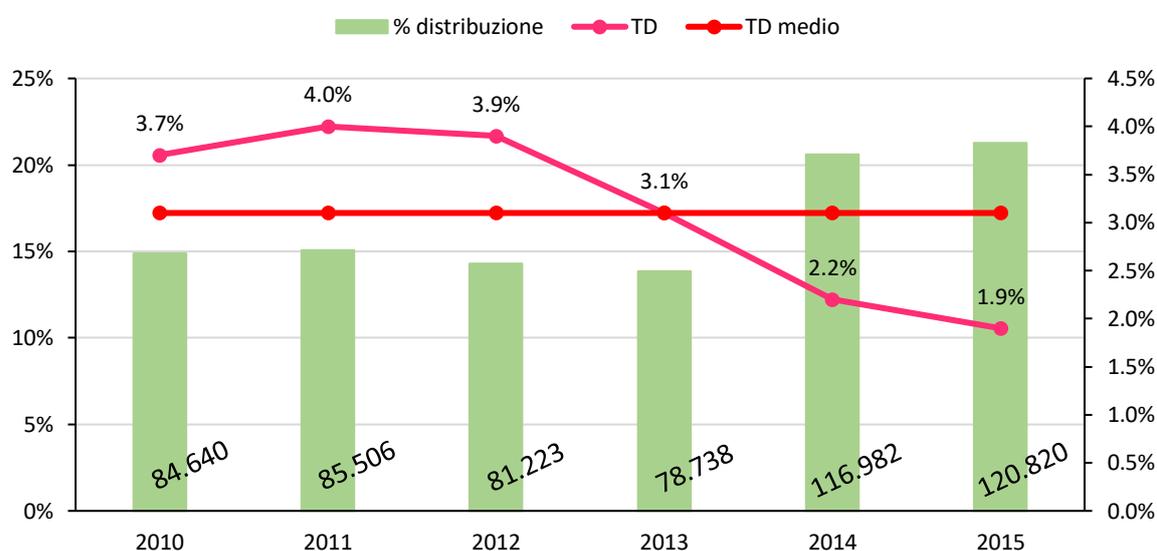


Figura 3.1: la composizione del campione utilizzato per la definizione degli indicatori. Si noti ai piedi delle barre il numero dei bilanci analizzato ogni anno - Fonte: CNDCEC (2019)

Da tale analisi sono fisiologicamente emerse delle segnalazioni errate, correlate anche alle dimensioni dell'intervallo di confidenza. Il CNDCEC ha pertanto – congiuntamente alla limitazione dei *cluster* selezionati alle situazioni veramente critiche – cercato di ridurre i cosiddetti “falsi positivi”: nel caso in questione, si tratta di imprese di cui è prevista l'insolvenza ma che in realtà non vi incorreranno mai nell'arco temporale selezionato¹¹⁴.

L'identificazione delle soglie di allerta è stato il passaggio successivo del lavoro, in cui l'obiettivo principale consiste nell'individuare le imprese a rischio insolvenza dato che mostrano una situazione di criticità in tutte le aree rilevanti della gestione.

¹¹⁴ L'analisi ha altresì rilevato i “falsi negativi”, ossia imprese apparentemente sane che diventeranno insolventi. Visto che la scelta – coerentemente con gli obiettivi preposti – è stata privilegiare modelli che minimizzassero il numero di falsi positivi, il CNDCEC ha accettato un maggior numero di falsi negativi.

Partendo dalla *short list* selezionata, il CNDCEC ha vagliato una pluralità di approcci al fine di determinare la combinazione dei segnali che massimizzasse la capacità previsionale del sistema di allerta.

Dopo numerosi test, è stata individuata la mediana del sottoinsieme delle imprese insolventi come il migliore *threshold* ai fini dell'indagine: essa è stata analizzata prima a livello complessivo di campione per poi essere ricalibrata a livello di settore di attività economica. La segmentazione settoriale degli indici di allerta ha portato numerosi benefici ed è stata conseguita mediante un'analisi sia qualitativa che quantitativa degli indici mediante un approccio *bottom – up*¹¹⁵: partendo da settori separati, essi sono poi stati aggregati in base alle similitudini fra loro. A tal proposito, è stato usato come criterio la classificazione ATECO ISTAT 2007 per Gruppi, Categorie e Sezioni, individuando 10 raggruppamenti settoriali¹¹⁶.

Il modello di allerta formulato prevede la segnalazione di tutte le imprese che sfiorano la soglia critica per tutti gli indici selezionati; in caso contrario – anche nell'ipotesi in cui un'azienda superi $n - 1$ soglie su n – il sistema non è rilevante ai fini delle richieste specifiche della norma.

Il sistema di intercettamento dell'insolvenza, una volta definito, deve essere accuratamente interpretato per scongiurare eventuali errori interpretativi. Secondo le linee guide del CNDCEC vanno adottate le seguenti cautele:

- Il sistema di allerta non pondera i 5 segnali ma attribuisce a tutti un peso identico;
- Il numero di segnali accesi non è una classe di *scoring*;
- Il numero di segnali accesi non va interpretato in modo lineare rispetto al rischio di insolvenza: la presenza di un paio di indici accesi è assolutamente normale.

In merito all'ultimo punto, l'analisi condotta ha mostrato come si osservi una rilevante concentrazione di bilanci con 1 o 2 segnali accesi: si tratta di una situazione fisiologica in quanto riconducibile a tassi di insolvenza prossimi alla media campionaria, in cui le aziende risiedono in un'area inferiore al rischio medio. Esso aumenta in modo esponenziale rispetto al numero di segnali accesi; in tal senso un'impennata significativa si riscontra a partire da 3 segnali accessi, fermo restando quanto scritto prima: occorre l'accensione di tutti e 5 per

¹¹⁵ Trattasi di un sistema di elaborazione delle informazioni in cui le parti di un sistema sono spiegate e/o analizzate in dettaglio, per poi essere connesse fra di loro fino a realizzare il sistema completo. Questa metodologia è molto diffusa nell'elaborazione di software ma trova applicazione in tante altre diverse branche.

¹¹⁶ Vedi *Infra*, p. 90 e ss.

riscontrare una situazione prossima all'insolvenza. Per capire immediatamente la crescita esponenziale del rischio, si osservi il contributo grafico a pagina seguente:

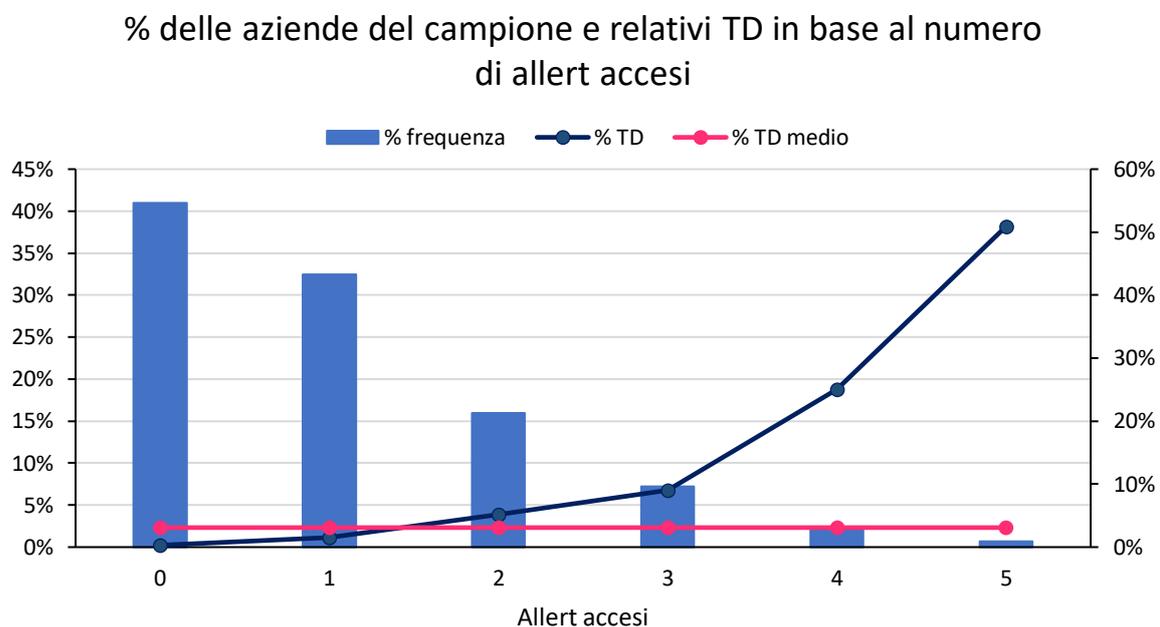


Figura 3.2: L'aumento esponenziale del rischio in base ai segnali di allerta accessi - Fonte: *CNDCEC (2019)*

Definiti gli indicatori a cui affidarsi e le soglie di allerta, il CNDCEC ha valutato il campione di addestramento. I principali risultati conseguiti sono i seguenti:

- Il gruppo per i quali si accendono tutti e 5 i segnali di allerta è rappresentato dal 0,69% delle osservazioni (3.900);
- Di queste, il 50,9% è entrato in default entro 3 anni e il 44% della restante metà non è più risultata attiva nel giro di pochi anni;
- I casi segnalati, confrontando il tasso di default, illustrano una rischiosità di oltre 16 volte più elevata rispetto a quelli non segnalati;
- Le imprese non segnalate sono il 99,3% del campione: fra di esse solo il 2,8% è andato incontro ad un'insolvenza entro 3 anni.

Il tasso TD delle imprese segnalate varia sensibilmente in base ai loro settori di appartenenza, passando dal 60% dell'industria contro il 31,4% del commercio al dettaglio. Questo è determinato dai diversi livelli di capacità predittiva desumibile dai bilanci, motivo per cui per valutare la performance aziendale all'interno del settore è utile esaminare il rapporto d'efficacia così definito:

$$\text{Rapporto di efficacia} = \frac{\text{TD segnalati}}{\text{TD settore}} \quad [3.2]$$

3.1.2 Gli indici di cui all'art. 13

La lettura congiunta dei due commi dell'art. 13 CCI conduce all'individuazione del sistema di indici prefissato; nello specifico, gli indici del primo comma si applicano indistintamente a tutte le imprese, mentre i valori soglia degli indici definiti al secondo comma sono diversi in base al settore economico in cui agisce l'impresa analizzata.

Va osservato che il sistema di applicazione degli indici non è unitario, bensì segue una logica di natura gerarchica in cui il superamento del valore soglia del 1° indice rende ipotizzabile la presenza della crisi; in caso contrario, si passa alla verifica del 2° indice, dove anche in questo caso l'eventuale superamento della relativa soglia denota un presumibile stato d'insolvenza. Nel caso in cui il consulente d'impresa e/o il management non dispongano del dato richiesto dal primo indice, si devono obbligatoriamente vagliare i cosiddetti indici di settore previsti all'art.13, co.2. Essi sono 5 e il superamento delle soglie deve essere necessariamente congiunto al fine di congetturare un probabile stato di crisi aziendale.

Di seguito si offre un'elencazione completa degli indici che fanno presumere la crisi, rimandando ai sottoparagrafi §3.1.2.1. e ss. la spiegazione nel dettaglio:

- 1) *Patrimonio netto* negativo;
- 2) *DSCR* a sei mesi inferiore a 1;
- 3) Qualora non sia disponibile il *DSCR*, il superamento congiunto delle soglie più avanti descritte per i seguenti cinque indici:
 - a) *indice di sostenibilità degli oneri finanziari* in termini di rapporto tra gli oneri finanziari ed il fatturato;
 - b) *indice di adeguatezza patrimoniale* in termini di rapporto tra patrimonio netto e debiti totali;
 - c) *indice di ritorno liquido dell'attivo* in termini di rapporto da cash flow e attivo;
 - d) *indice di liquidità* in termini di rapporto tra attività a breve termine e passivo a breve termine;
 - e) *indice di indebitamento previdenziale e tributario* in termini di rapporto tra l'indebitamento previdenziale e tributario e l'attivo.

Posta la fondatezza del sistema di indicatori, il superamento delle soglie stabilite dalla legge e calcolate dal CNDCEC non implica automaticamente la fondatezza dell'inizio della crisi. La rilevazione dei fondati indizi ha come riferimento almeno uno dei seguenti casi che l'art. 13 ritiene sintomatici di uno stato d'insolvenza evidente:

- La mancata sostenibilità del debito nel successivo semestre;
- Il pregiudizio alla continuità aziendale nell'esercizio in corso o se la durata residua dell'esercizio è inferiore a sei mesi per i successivi sei mesi;
- La presenza di reiterati e significativi ritardi nei pagamenti.

Con riferimento all'ultimo punto¹¹⁷, i ritardi si definiscono tali se comportino costanti azioni esecutive da parte dei fornitori aziendali, ossia una grave situazione in merito agli approvvigionamenti. Per quanto attiene l'esposizione finanziaria, rilevano ritardi di pagamento superiori a 90 giorni superiori alle soglie di rilevanza per la classificazione creditizia scaduta in stato di default¹¹⁸ e ogni altra circostanza che determini la decadenza dal beneficio del termine.

Alla luce di quanto esposto sopra, è possibile illustrare graficamente il quadro completo delle ragionevoli presunzioni dello stato d'impresa nel seguente modo:

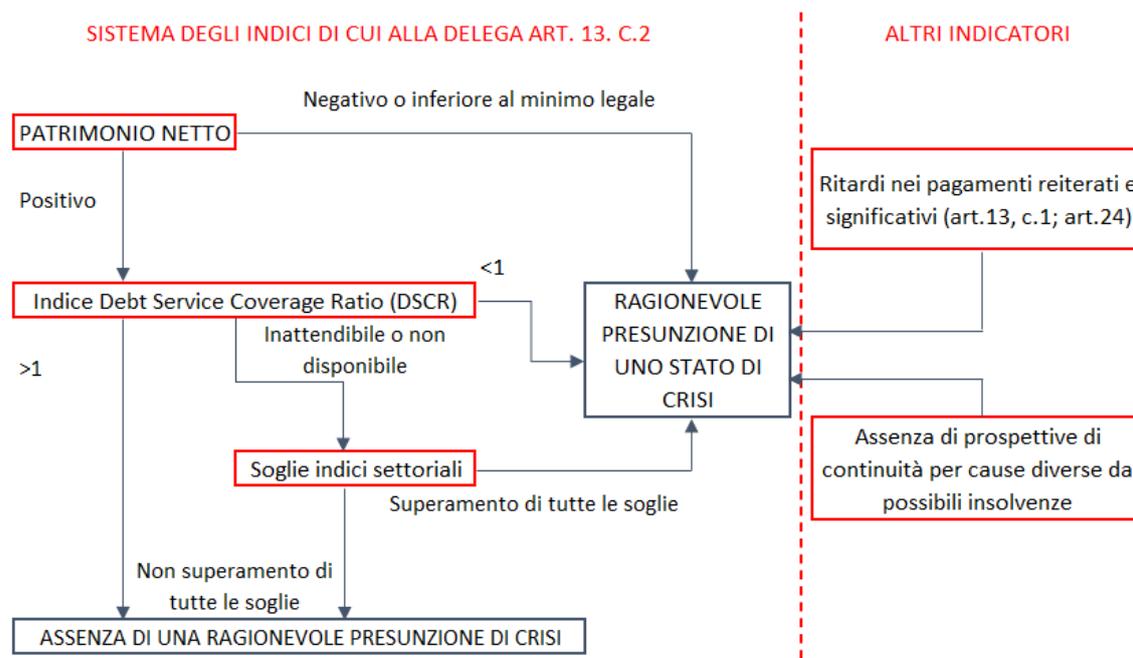


Figura 3.3: lo schema logico per le presunzioni dello stato di crisi aziendale - Fonte: *CNDCEC (2019)*

Nelle pagine successive, verranno analizzati nello specifico tali indicatori, cercando anche di fornire una formula di calcolo; in seguito, si proporrà una tabella riepilogativa dei sistemi di allerta per settore individuati.

¹¹⁷ lett. a) e dalla lett. b) dell'art. 24, co. 1 CCI; art. 15 CCI

¹¹⁸ Si usa la definizione di default prevista dalle linee guida EBA (EBA/GL/2016/07), in cui le soglie di rilevanza dell'esposizione scaduta sono:

- In termini assoluti: 500 euro;
- In termini relativi: l'1% dell'importo complessivo di tutte le esposizioni verso il medesimo intermediario creditizio e finanziario

3.1.2.1 Patrimonio netto negativo

La presenza di un patrimonio netto negativo (o di un capitale sociale al di sotto del minimo legale per le società di capitali) rappresenta un segnale di crisi per tutte le imprese. Esso diventa negativo generalmente a causa di perdite d'esercizio (anche cumulate) e/o nel caso in cui esse abbiano completamente eroso tutte le riserve disponibili per l'abbattimento delle suddette perdite¹¹⁹, denotando una situazione contabile in cui le passività risultano essere superiori alle attività iscritte in bilancio.

Indipendentemente dalla situazione finanziaria della società, detta circostanza costituisce un pregiudizio alla continuità aziendale fintanto che le perdite non siano state ripianate e il capitale sociale riportato sopra o pari al limite previsto dalla legge.

Tale indice non possiede una formula algebrica di calcolo, ma è facilmente rilevabile in maniera diretta dal passivo dello stato patrimoniale, a cui devono essere sottratti i "crediti verso soci per versamenti ancora dovuti" ed eventuali dividendi non ancora contabilizzati¹²⁰.

Un patrimonio netto negativo può essere superato da un nuovo aumento di capitale da parte della medesima società, al fine di garantire il presupposto della continuità aziendale e dell'attività economica.

Va sottolineato, tuttavia, che le società di capitali hanno a disposizione, oltre alla liquidazione, anche la possibilità di trasformarsi in società per le quali la legge non prevede un minimo legale o lo prevede in forma ridotta¹²¹. Si tratta sicuramente di una via d'uscita non drastica come la liquidazione e tutto quello che ne consegue, anche se inevitabilmente la struttura sociale nel suo complesso va incontro ad un forte ridimensionamento.

L'azienda, al fine di evitare un crollo del proprio patrimonio netto, deve pertanto cercare durante la propria vita di accantonare quanti più utili possibili e rivalutare alcuni cespiti in bilancio (come immobili o macchinari): queste procedure consentono di creare una riserva che andrà ad aumentare il patrimonio di importo pari al valore della rivalutazione. Si tratta ovviamente di azioni preventive che devono essere attuate con tempismo dal management (o consigliate quantomeno dal consulente): se effettuate tardi, risultano inutili e conducono

¹¹⁹ Niccolò Abriani et al., *Diritto delle società. Manuale breve* (Giuffrè Editore, 2012).

¹²⁰ Pur dovendo, inevitabilmente, considerare tutte le riserve previste nel c.c. nel calcolo del patrimonio netto, non si considera l'eventuale "riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi" indipendentemente dal suo saldo, in linea con quanto disposto dall'art.2426 c.c., co. 1, n.11-bis.

¹²¹ Questo discorso riguarda principalmente le S.p.A. (Società Per Azioni), il cui capitale sociale minimo richiesto si attesta a 50.000 euro. In caso di perdite eccessive per cui esso sia sceso sotto tale limite, i vertici aziendali possono scegliere se trasformare l'impresa in una società di persone (per le quali non si prevede alcuna soglia minima) oppure in un'altra di capitali, come ad esempio una S.r.l. (Società a Responsabilità Limitata), per le quali le recenti riforme del diritto societario hanno previsto un capitale sociale minimo di 1 euro.

ad un valore negativo del patrimonio, denotando una situazione di crisi secondo le linee guide del CDNCEC.

3.1.2.2 Il DSCR e l'importanza del budget di tesoreria

All'interno di questa analisi, il DSCR viene calcolato nel caso in cui venga segnalato un mancato superamento del valore soglia del patrimonio netto. La sua importanza viene ulteriormente sottolineata dal fatto che il suo utilizzo è sottoposto alla condizione per cui gli organi di controllo – secondo il loro giudizio professionale – non devono ritenere inaffidabili i dati assunti per il calcolo, a partire dal budget di tesoreria usato per la composizione dei flussi di cassa rilevanti. Pertanto, prima di entrare nel merito dell'indice, vale la pena fare un breve excursus in merito all'importanza di tale budget per l'impresa in dissesto.

Una delle variabili chiave per il mantenimento della continuità aziendale dell'impresa in crisi è senza dubbio la cassa¹²²: si rende pertanto vitale disporre di uno strumento affidabile per monitorare con puntualità le risorse finanziarie disponibili. Generalmente – per essere affrontata con successo – la situazione dell'impresa in crisi richiede una previsione dei flussi di cassa a breve termine: il budget di tesoreria (noto anche come *short – term cash flow forecast*) è lo strumento che viene maggiormente impiegato nella circostanza.

Alle risultanze delle previsioni del budget sono interessati diversi *stakeholders* aziendali: i lavoratori dipendenti, i clienti/fornitori, l'erario e, in misura maggiore, il ceto bancario. Le banche, infatti, ricoprono un ruolo propositivo nel processo di gestione e risoluzione della crisi d'azienda, andando a sollecitare la creazione o l'implementazione di un budget che possa supportare le loro valutazioni di merito creditizio. Su di esse, infatti, gli istituti di credito si basano per la concessione di nuove linee di credito, strumento sempre più diffuso per la sopravvivenza nel breve termine delle aziende¹²³.

La costruzione di tale modello non è un'operazione né semplice e neppure immediata, ma consente di prevedere delle “ricadute” di cassa e un'ottimizzazione delle politiche d'incasso. Il processo di costituzione e i vari sistemi informativi aziendali che ne costituiscono la base sono sintetizzati nel grafico seguente:

¹²² Qui da intendersi come sommatoria delle disponibilità liquide e delle linee di credito a breve concesse dalle banche e prontamente utilizzabili.

¹²³ Enrico Valdata, «Il budget di tesoreria», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, a c. di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi (Milano: Vita e Pensiero, 2014), p. 185.

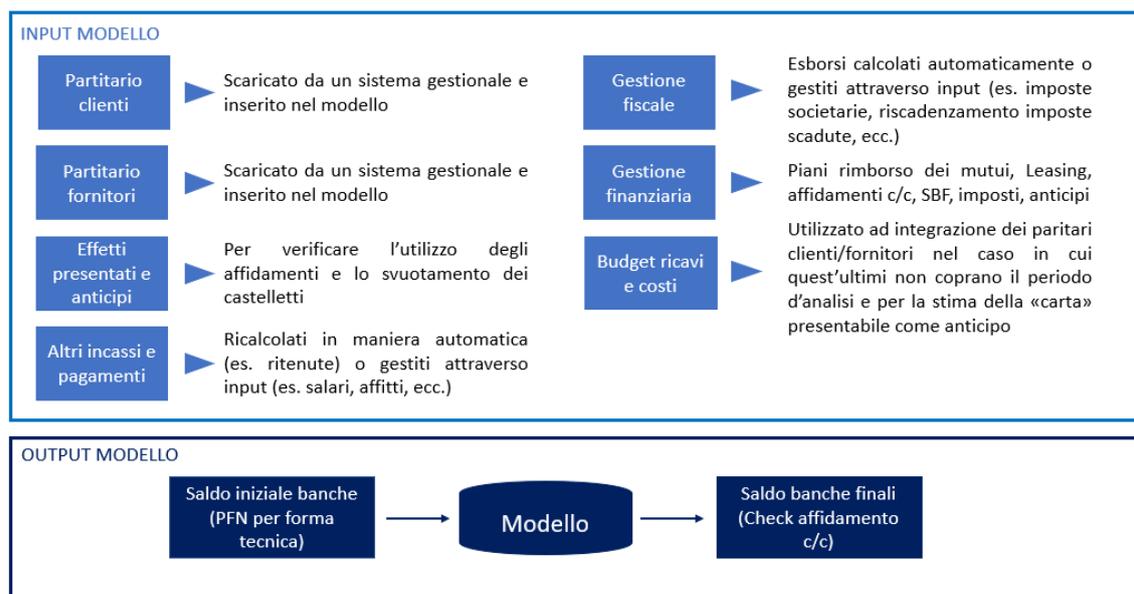


Figura 3.4: il processo di costruzione del budget di tesoreria - Fonte: Valdata (2014)

Fatta questa premessa, si procede alla definizione del DSCR e delle metodologie di calcolo eseguite dal CNDCEC. Innanzitutto, DSCR sta per *Debt Service Coverage Ratio* e può essere definito come un indicatore che consente di verificare se la quantità di flusso di cassa operativo (FCO) di un esercizio è in grado di soddisfare il rimborso del capitale di debito (K) e gli interessi annuali (I)¹²⁴. L'algoritmo di calcolo è qui di seguito rappresentato:

$$DSCR = \frac{FCO_t}{K_t + I_t} \quad [3.3]$$

Quella appena illustrata è una formula generica che possiede qualche punto in comune con quelle eseguite nel lavoro di delega. In esso, il DSCR può essere trovato secondo due diversi approcci¹²⁵, basati sul budget di tesoreria appena mostrato.

Approccio 1

Al denominatore si sommano le uscite previste contrattualmente per rimborso di debiti finanziari (verso banche o altri finanziatori). Il rimborso è inteso come pagamento della quota capitale contrattualmente previsto per i successivi sei mesi.

Al numeratore si sommano tutte le risorse disponibili per il suddetto servizio al debito, dati dal totale delle entrate di liquidità previste nei prossimi sei mesi, incluse le giacenze iniziali di cassa, dal quale sottrarre tutte le uscite di liquidità previste riferite allo stesso periodo, ad eccezione dei rimborsi dei debiti posti al denominatore.

¹²⁴ In un'ottica più ampia finalizzata ad una maggiore precisione di calcolo, vengono considerati anche i flussi delle altre aree gestionali e le commissioni addebitate dalla banca, se considerevoli.

¹²⁵ La scelta viene rimessa all'organo di controllo.

Approccio 2

Il calcolo è effettuato mediante il rapporto tra i flussi di cassa complessivi liberi al servizio del debito attesi nei sei mesi successivi ed i flussi necessari per rimborsare il debito non operativo che scade negli stessi sei mesi.

Al numeratore, costituito dai flussi al servizio del debito, vanno inseriti:

- I flussi operativi al servizio del debito, che corrispondono al *free cash flow from operations (FCFO)* dei sei mesi successivi;
- Le disponibilità liquide iniziali;
- Le linee di credito disponibili che possono essere usate nell'orizzonte temporale di riferimento¹²⁶.

Il denominatore corrisponde al debito non operativo che deve essere rimborsato nei sei mesi successivi. Esso è costituito da:

- Pagamenti previsti, per capitale ed interessi, del debito finanziario;
- Debito fiscale o contributivo non corrente¹²⁷;
- Debito nei confronti dei fornitori e degli altri creditori il cui ritardo di pagamento supera i limiti della fisiologia¹²⁸.

Il valore ottimale dell'indice, come già ampiamente discusso, deve essere maggiore di 1. Con tale valore, l'impresa è capace di coprire le spese debitorie nei confronti dei finanziatori bancari con la cassa che è in grado di generare. Si deve tuttavia sottolineare che un valore del DSCR appena maggiore a 1 – ad esempio 1,1 – denota un'azienda assai vulnerabile e una piccola diminuzione del flusso di cassa potrebbe renderla incapace di servire il suo debito. I finanziatori possono, in alcuni casi, richiedere che l'impresa mantenga un certo DSCR minimo mentre il prestito è in corso; alcuni accordi qualificano un soggetto che scende al di sotto di quel minimo come inadempiente, anche in base al contesto macroeconomico¹²⁹.

¹²⁶ Le linee autoliquidanti sono considerate fruibili per la sola parte relativa ai crediti commerciali.

¹²⁷ Comprensivo di sanzioni ed interessi.

¹²⁸ In Italia, dato il nostro tessuto economico, è fisiologico un pagamento differito rispetto al termine contrattuale quando risultino confermate tutte le seguenti condizioni: i) non comporti reazione da parte del fornitore mediante azioni volte alla riscossione o alla pretesa degli interessi moratori; ii) il fornitore prosegua regolarmente le forniture (senza condizionarle a pagamenti a pronti delle forniture); iii) la gestione della supply chain intervenga senza interruzioni (cfr. CNDCEC, *op. cit.* p. 20)

¹²⁹ Jason Fernando, «Debt-Service Coverage Ratio (DSCR)», Investopedia, 10 aprile 2021, <https://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp>.

3.1.2.3 Indice di sostenibilità degli oneri finanziari

Fa parte di uno dei cinque indici di settore che devono essere adottati nel caso in cui il patrimonio netto sia positivo e il DSCR non disponibile o non affidabile per la qualità dei dati prognostici. È costituito dal rapporto fra oneri finanziari e fatturato ed include:

- Al numeratore, gli interessi e altri oneri finanziari di cui alla voce C.17 art. 2425 c.c.;
- Al denominatore, i ricavi netti, ovvero la voce A.1) Ricavi delle vendite e prestazioni dell'art. 2425 c.c.

$$\text{Sostenibilità degli oneri finanziari} = \frac{\text{OF}}{\text{R}} \quad [3.4]$$

Si tratta di un indicatore di onerosità che mostra l'assorbimento dei ricavi prodotti dagli oneri finanziari. Valori auspicabili dovranno essere contenuti, e certamente lontani dall'unità, per mostrare una situazione di normalità strutturale. Valori molto elevati sono un indice di debolezza finanziaria dell'azienda in quanto il reddito prodotto dalle vendite viene largamente assorbito per il ripianamento del capitale di terzi. Un numero elevato di tale indice può essere contestualmente conseguenza di due fenomeni diversi: o elevato indebitamento, o bassi ricavi¹³⁰.

Nel primo caso, evidentemente l'impresa non appare in grado di fare fronte agli investimenti necessari con capitali propri, magari a causa di una veste societaria inadeguata o perché gli interessi applicati al suo debito dai creditori sono alti o – più semplicemente – gestisce inefficientemente la liquidità.

Il fatturato in picchiata può essere causato da svariati motivi e l'azienda deve monitorarlo per comprendere se si tratti di un problema generale del mercato, caratterizzato da una crisi specifica, o da uno più vasta che riguarda l'economia.

Spesso, nella diagnostica aziendale, si utilizza il reciproco del rapporto illustrato nell'equazione 3.4., sostituendo ai ricavi uno fra l'EBIT o l'EBITDA¹³¹. Essi hanno ovviamente la funzione opposta, ossia valutare quanto il flusso di cassa della gestione corrente riesca a coprire gli interessi bancari: tendenzialmente un valore pari a 3 è ritenuto, nella prassi, foriero di un'elevata probabilità di default. La casistica peggiore è quando esso è pari o inferiore a 1, manifestando una situazione in cui l'impresa necessita di nuove fonti a titolo di finanziamento per soddisfare gli interessi dei debiti già esistenti.

¹³⁰ Mario Cattaneo et al., *Manuale di finanza aziendale* (Bologna: Il Mulino, 1999).

¹³¹ Enrico Valdata, *op. cit.*, p. 208

3.1.2.4 Indice di adeguatezza patrimoniale

È costituito dal rapporto tra il patrimonio netto ed i debiti totali ed include:

- Al numeratore, il patrimonio netto costituito dalla voce A stato patrimoniale passivo dell'art. 2424 c.c., detratti i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (voce A stato patrimoniale attivo) e i dividendi deliberati;
- Al denominatore, i debiti totali costituiti da tutti i debiti (voce D passivo dell'art. 2424 c.c.), indipendentemente dalla loro natura e dai ratei e risconti passivi (voce E passivo dell'art. 2424 c.c.).

$$\text{Adeguatezza patrimoniale} = \frac{\text{PN}}{\text{DT}} \quad [3.5]$$

È un indice che trova maggior applicazione nel settore finanziario e che, in via generale, mostra se le imprese dispongono di un capitale adeguato a difendersi dai rischi del debito a cui sono esposte.

Nel mondo della consulenza si tende ad utilizzare maggiormente il reciproco dell'equazione 3.5., ossia il rapporto fra debito ed equity definito anche come il rapporto fra i mezzi terzi e i mezzi propri. Si tratta di uno strumento che viene utilizzato per calcolare il leverage e fa parte dei cosiddetti *gearing ratios*, ossia una categoria di indici il cui obiettivo è trovare – attraverso metriche differenti – quanto le attività dell'impresa sono finanziate con capitale proprio e quanto con il capitale di debito¹³².

Ad ogni modo, le due equazioni più usate nella pratica consulenziale in Italia sono le seguenti:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{PFN}}{\text{PN}} \text{ oppure } \frac{\text{MT}}{\text{MP}} \quad [3.6]$$

Il loro valore ottimale è inferiore all'unità, fermo restando che è opportuno integrarlo con la media del settore ed effettuare una valutazione congiunta con gli altri quozienti. Un valore superiore a 1 denota un grado di dipendenza della gestione aziendale dall'indebitamento e dai vincoli onerosi che ne derivano.

¹³² Thomas Ittelson, *Financial statements, revised and expanded edition: A step-by-step guide to understanding and creating financial reports* (New Jersey: Career Press, 2009).

Tabella 3.1: i valori ottimali di *leverage*

| Risultato | Interpretazione |
|---------------------|---|
| MT/MP < 0,85 | Situazione soddisfacente |
| 0,85 < MT/MP < 1,10 | Situazione accettabile ma da monitorare |
| MT/MP > 1,10 | Situazione rischiosa |

Fonte: ODCEC Brescia (2018)

3.1.2.5 Indice di ritorno liquido dell'attivo

È costituito dal rapporto tra il cash flow e il totale attivo ed include:

- Al numeratore, il cash flow ottenuto come somma del risultato dell'esercizio e dei costi non monetari (ad.es, ammortamenti, svalutazioni crediti, accantonamenti per rischi), dal quale dedurre i ricavi non monetari (ad.es, rivalutazioni partecipazioni, imposte anticipate);
- Al denominatore il totale dell'attivo dello stato patrimoniale art. 2424 c.c.

$$\text{Ritorno liquido dell'attivo} = \frac{\text{CF}}{\text{AT}} \quad [3.6]$$

L'importanza di questo indicatore risiede nella sua capacità di fornire una misura di riferimento della gestione operativa dell'impresa. Come già dettagliatamente spiegato, l'ammontare del flusso finanziario derivante da tale area ha significato particolare in ambito di crisi d'impresa, dato che esprime la misura in cui i flussi finanziari sono in grado di rimborsare prestiti e a saldare tutte le altre tipologie di pagamento.

L'indicatore di ritorno liquido valorizza in termini percentuali quanto capitale impiegato dall'impresa (totale attivo) si traduce in flussi monetari della gestione operativa dell'impresa, misurandone – in un certo senso – la capacità di recuperare gli investimenti.

3.1.2.6 Indice di liquidità

È costituito dal rapporto tra il totale delle attività ed il totale delle passività a breve termine ed include:

- Al numeratore, l'attivo a breve termine quale risultante dalla somma delle voci dell'attivo circolante (voce C attivo dell'art. 2424 c.c.) esigibili entro l'esercizio successivo e i ratei e risconti attivi (voce D attivo dell'art. 2424 c.c.);
- Al denominatore, il passivo a breve termine costituito da tutti i debiti (voce D passivo) esigibili entro l'esercizio successivo e dai ratei e risconti passivi (voce E).

$$\text{Indice di liquidità} = \frac{AC}{PB} \quad [3.7]$$

Tale indice, il suo significato e i valori ottimali che dovrebbe avere sono argomenti già trattati in precedenza, per i quali si rimanda al §2.1.3.

3.1.2.7 Indice di indebitamento previdenziale e tributario

È costituito dal rapporto tra il totale dell'indebitamento previdenziale e tributario ed il totale dell'attivo. Esso include:

- Al numeratore, l'indebitamento tributario rappresentato dai debiti tributari (voce D.12 passivo dell'art. 2424 c.c.) esigibili entro e oltre l'esercizio successivo, l'indebitamento previdenziale costituito dai debiti verso istituti di previdenza e assistenza sociale (voce D.13 passivo dell'art. 2424 c.c.) esigibili entro e oltre l'esercizio successivo;
- Al denominatore, l'attivo netto corrispondente al totale dell'attivo dello stato patrimoniale art. 2424 c.c.

$$\text{Indice di indebitamento prev. e trib.} = \frac{\text{Debiti prev. e trib.}}{\text{Totale attivo}} \quad [3.8]$$

I profili tributari in tema di interventi per la composizione negoziale della “crisi d’impresa e ristrutturazione del debito sono molteplici. Senza addentrarsi all’interno di un tema assai ampio, questo indice è particolarmente vicino ai più volte citati sintomi dovuti ai “*reiterati e significativi*” ritardi nei pagamenti verso i soggetti pubblici istituzionali di cui all’art. 24.

3.1.3 Le soglie di allerta e gli indici specifici

Terminata la fase di definizione degli indici, il CNDCEC ha concluso il lavoro a esso delegato attraverso la definizione delle soglie di allerta per 10 settori¹³³. Prima di tutto, ai fini dell'applicazione dei segnali di allerta, viene considerata la correlazione degli indicatori di settore con il rischio, ossia:

- ONERI FINANZIARI / RICAVI: si accende il segnale in caso di valori maggiori o uguali al valore soglia;
- PAT. NETTO / DEBITI TOTALI: si accende il segnale in caso di valori minori o uguali al valore soglia;
- LIQUIDITA' A BREVE TERMINE: si accende il segnale in caso di valori minori o uguali al valore soglia;
- CASH FLOW / ATTIVO: si accende il segnale in caso di valori minori o uguali al valore soglia;
- (INDEBITAMENTO PREVIDENZIALE + TRIBUTARIO) / ATTIVO: si accende il segnale in caso di valori maggiori o uguali al valore soglia.

Nel caso in cui il denominatore sia nullo o negativo¹³⁴, i segnali di allerta si comportano come mostrato nella tabella che segue:

Tabella 3.2: l'accensione dei segnali di allerta degli indici di settore

| <i>Indice di settore (in %)</i> | <i>Area gestionale</i> | <i>Verso atteso</i> | <i>Segnale di allerta acceso</i> |
|--|--------------------------------------|---------------------|------------------------------------|
| $\frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Ricavi}}$ | Sostenibilità degli oneri finanziari | Negativo | Numeratore > 0 Denominatore = 0 |
| $\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}}$ | Adeguatezza patrimoniale | Positivo | Numeratore = 0 Denominatore = 0 |
| $\frac{\text{Attività a breve}}{\text{Passività a breve}}$ | Equilibrio finanziario | Positivo | Numeratore = 0 Denominatore = 0 |
| $\frac{\text{Cash flow}}{\text{Totale attivo}}$ | Redditività | Positivo | Numeratore = 0 Denominatore = 0 |
| $\frac{\text{Debiti previdenziali e tributari}}{\text{Totale attivo}}$ | Altri indici di indebitamento | Negativo | Numeratore > 0 Denominatore = 0 |

Fonte: CNDCEC (2019)

¹³³ Vedi *supra*, p. 85.

¹³⁴ Un valore negativo al denominatore è un'ipotesi meramente matematica, in quanto su questi valori estraibili dal bilancio non è possibile.

I 5 indici emersi sono il risultato di un lavoro piuttosto impegnativo, iniziato con l'esplorazione massiva di decine di migliaia di modelli alternativi e terminato con la selezione finale degli indici più indicativi nei diversi settori.

All'interno della medesima area gestionale, sono stati testati anche alcuni indicatori alternativi con un'alta capacità di previsione univariata a livello settoriale; il CNDCEC, tuttavia, non avendo ravvisato alcun beneficio considerevole, ha preferito ricorrere allo stesso set di indici su tutti i settori ed effettuare una specializzazione settoriale dei segnali di allerta. La tabella che segue riporta i valori soglia degli indici dei 10 settori aggregati; l'analista dell'impresa in crisi deve tenere conto di tali valori al fine di costruire una consulenza mirata:

Tabella 3.3: i valori soglia per i 10 settori individuati

| SETTORE SECONDO CODICE ATECO | SOGLIE DI ALLERTA (IN %) | | | | |
|--|--------------------------|--------------------------------|---------------------------|------------------|------------------------------------|
| | Oneri finanziari/Ricavi | Patrimonio netto/Debiti totali | Liquidità a breve termine | Cash flow/Attivo | Indebitamento prev. e trib./Attivo |
| [A]: Agricoltura, silvicoltura e pesca | 2,8 | 9,4 | 92,1 | 0,3 | 5,6 |
| [B]: Estrazione di minerali da cave e miniere [C]: Attività manifatturiere [D]: Fornitura energia elettrica, acqua, gas, vapore e aria condizionata | 3,0 | 7,6 | 93,7 | 0,5 | 4,9 |
| [E]: Fornitura di acqua, reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento; [D]: trasmissione energia/gas | 2,6 | 6,7 | 84,2 | 1,9 | 6,5 |
| [F41]: Costruzione di edifici | 3,8 | 4,9 | 108,0 | 0,4 | 3,8 |
| [F42]: Ingegneria civile [F43]: Lavori di costruzione specializzati | 2,8 | 5,3 | 101,1 | 1,4 | 5,3 |
| [G45]: Commercio all'ingrosso e al dettaglio e riparazione di autoveicoli e motocicli [G46]: Commercio all'ingrosso (escluso quello di autoveicoli e motocicli) | 2,1 | 6,3 | 101,4 | 0,6 | 2,9 |
| [G47]: Commercio al dettaglio (escluso quello di autoveicoli e motocicli) [I46]: Bar e ristoranti | 1,5 | 4,2 | 89,8 | 1,0 | 7,8 |
| [H]: Trasporto e magazzinaggio [I55]: Hotel | 1,5 | 4,1 | 86 | 1,4 | 10,2 |
| [JMN]: Servizi alle imprese | 1,8 | 5,2 | 95,4 | 1,7 | 11,9 |
| [PQRS]: Servizi alle persone | 2,7 | 2,3 | 69,8 | 0,5 | 14,6 |

Fonte: CNDCEC (2019)

Da tale tabella il CNDCEC ha poi tratto le opportune conclusioni sul modello, già spiegate all'interno di questo paragrafo (vedi *supra*, p. 5).

Per validarne ulteriormente l'efficacia, il sistema di allerta proposto è stato comparato con il sistema di diagnosi utilizzato da Cerved¹³⁵: l'analisi di *benchmarking* ha confermato una significativa correlazione fra i profili di rischiosità registrati dal sistema di *scoring* e le caratteristiche economico – finanziarie delle imprese segnalate dal sistema di allerta. Infatti, la mediana del modello dei casi segnalati dall'accensione contestuale dei 5 indici si posiziona in tutti i settori nelle classi di Rischio elevato (8) e Rischio molto Elevato (9).

Infine, una prima simulazione “pratica” del sistema di allerta è stata effettuata sulla totalità dei bilanci delle società di capitali pubblicati nel 2017¹³⁶. Essa ha significativamente indicato che:

- Il 38% dell'impresе che sarebbero segnalate oggi non sono più attive, con una percentuale 10 volte più elevata di quella osservata sul resto del campione;
- La percentuale di imprese non più attive tra le segnalate risulta particolarmente elevata nella dimensione Media (54,5%) e Piccola (46,5%).

Gli indici appena discussi sono applicabili potenzialmente a tutte le imprese. Detto ciò, il CNDCEC si è riservato il compito di elencare specifiche tipologie aziendali in cui gli indici vengono applicati con regole leggermente diverse:

1. Imprese costituite da meno di 2 anni

L'unico indice che rileva è il patrimonio netto negativo. Si applicano viceversa le regole generali nel caso in cui la società neocostituita sia succeduta o subentrata ad altra nella conduzione/titolarità dell'azienda.

2. Imprese in liquidazione

L'indice rilevante è costituito dal rapporto fra il valore di realizzo dell'attivo liquidabile e il debito complessivo sociale. Rilevano anche i ritardi significativi e reiterati e un DSCR inferiore a 1, mentre non è indicativa la presenza di un patrimonio netto negativo: esso potrebbe venire da un minor valore contabile delle attività rispetto a quanto realizzabile in fase liquidatoria.

3. Le start – up e le PMI innovative

¹³⁵ Gruppo con sede a San Donato Milanese, opera come agenzia di informazioni commerciali, valutando la solvibilità e il merito creditizio delle imprese. Il proprio modello di diagnosi delle insolvenze è rappresentato da un sistema di punteggio specializzato per settore, in cui gli *score* si ricordano in una scala di 10 classi di valutazione. Le ultime 4 classi (da 7 a 10) sono rappresentative di profili di rischio creditizio progressivamente più gravi.

¹³⁶ 347mila rappresentative di tutte le dimensioni aziendali.

Non si applicano gli stessi indici di cui al §3.1.2. Questo perché esse sono caratterizzate da un elevato tasso di insuccesso legate al profilo di rischio che assumono: il legislatore ha preferito privilegiare la capacità d'impresa e la spinta innovativa fondamentale per la crescita del tessuto imprenditoriale del paese¹³⁷. L'indice di crisi risiede dunque nella capacità di ottenere le risorse finanziarie per la prosecuzione dell'attività di studio e di sviluppo, laddove un momento di criticità è costituito dalla sua sospensione per almeno 12 mesi. Per la misurazione dell'indice si ricorre pertanto al DSCR, tenendo conto del fabbisogno finanziario minimo per la prosecuzione dell'attività di studio e sviluppo del progetto. Non rilevano, al contrario, l'assenza di ricavi o altri risultati economici negativi.

4. Cooperative

Il calcolo dell'indice DSCR a 6 mesi tiene conto dei flussi attesi secondo una stima storica dei movimenti non precedenti a 3 anni. In presenza di prestito sociale, l'indice di adeguatezza patrimoniale potrà essere modificato sulla base di quanto previsto al co. 3 dell'art. 13 per tenere conto della incidenza di richieste di rimborso dei prestiti soci sulla base delle evidenze storiche non precedenti a tre anni. Il passivo a breve termine dell'indice di liquidità deve tener conto delle valutazioni effettuate con il calcolo del DSCR e dell'indice di adeguatezza patrimoniale.

¹³⁷ Nel 2019 permane tra le startup innovative una maggioranza di società in perdita: oltre il 52,3% (dato quasi invariato rispetto alla precedente rilevazione), contro la restante parte (circa il 32,3%) che segnala un utile di esercizio (cfr. Unioncamere, «Startup innovative - 2° trimestre 2021» (Roma: Ministero dello Sviluppo Economico, 1 luglio 2021).

3.2. I modelli di previsione delle insolvenze

Il presente paragrafo ha per oggetto le più diffuse tecniche diagnostiche sullo stato di salute di un'impresa, utili per individuare e riconoscere le potenziali situazioni di insolvenza e/o declino.

La necessità di disporre di questi strumenti nasce dal fatto che il declino tende a presentarsi successivamente ad una situazione in cui l'azienda risulta essere profittevole o stazionaria. Ciò rende complesso per il management accorgersi di essere in una cosiddetta *turnaround situation*, continuando a perpetrare comportamenti che possono peggiorare se non addirittura compromettere in modo irreversibile lo stato di salute dell'impresa. Per questo motivo è fondamentale riuscire a prevedere con un qual certo anticipo tali situazioni, usufruendo di metodologie "oggettive" di analisi che aiutino il management ad avvedersi tempestivamente e apportare le opportune azioni correttive.

Nel corso degli anni, la letteratura italiana e internazionale ha cercato di definire quali potessero essere i metodi migliori per la finalità di cui sopra. Secondo Candelo (2005), gli strumenti principali sono i seguenti, suddivisibili in due macrocategorie: quantitativi e qualitativi¹³⁸.

Tabella 3.4: i più importanti strumenti di analisi previsionale

| <i>Tecniche quantitative</i> | <i>Tecniche qualitative</i> |
|---------------------------------------|--|
| 1. Z-Score | 1. Analisi delle tendenze |
| 2. Logit Analysis | 2. Comportamenti organizzativi sbagliati |
| 3. Gambler's Ruin | |
| 4. A-Score di Argenti | |
| 5. Shareholders Value | |
| 6. Valutazione del capitale economico | |
| 7. Indici di bilancio | |

Fonte: Candelo (2005)

I primi sono i più affidabili e offrono indicatori in grado di analizzare una crisi imminente secondo diversi parametri, coefficienti e periodi. Per quanto basati su dati numerici, essi possono tuttavia portare il consulente e l'imprenditore a trarre conclusioni errate sulla fase

¹³⁸ Elena Candelo, *Le strategie di turnaround* (Egea, 2005), p. 77.

che sta vivendo l'impresa. Inoltre, spesso le aziende con un interesse nazionale per fatturato, numeri di dipendenti occupati o anche semplicemente per importanza possono essere salvate da interventi dello Stato: questo rende il lavoro dei modelli usati sostanzialmente inutile.

I metodi quantitativi presentano altri limiti: innanzitutto, dato che gli indicatori provengono dai bilanci elaborati dall'impresa, il rischio di incorrere in informazioni erranee o – peggio ancora – falsificate è concreto. In secondo luogo, i risultati finali dei modelli possono dipendere da informazioni relativamente vecchie, non in grado di fornire un'interpretazione veritiera al quadro corrente di riferimento.

Gli strumenti qualitativi sono più improntati sull'analisi dei comportamenti aziendali e tengono in considerazione in modo “parziale” gli indici di bilancio trattati precedentemente; essi possono essere – a loro volta – divisi in due categorie.

La prima è l'analisi delle tendenze: il consulente dovrebbe spesso considerare i trend di natura finanziaria e *market – oriented*. Se presi singolarmente dicono poco, ma letti nel loro complesso hanno un'alta probabilità di riflettere lo stato di salute aziendale. Fra questi spiccano:

- I margini (EBIT, EBITDA, ecc.);
- Diminuzione della quota di mercato;
- Analisi del debito;
- Costo delle materie prime e del lavoro¹³⁹.

La seconda categoria si riferisce a comportamenti interni all'organizzazione che possono essere premonitori del declino. Le tre variabili più gettonate nella letteratura¹⁴⁰ sono la scarsità comunicativa all'interno dell'azienda, un'elevata disorganizzazione e l'elevato tasso di turnover del management, ma ve ne sono tante altre di egual importanza. Anche in questo caso, gli elementi dovrebbero essere considerati assieme (fra di loro e a quelli quantitativi) per un quadro più ampio del malfunzionamento in corso.

Nelle pagine seguenti dell'elaborato verranno illustrati esclusivamente i metodi quantitativi. Fra di essi, l'analisi degli indici di bilancio è già stata ampiamente trattata in precedenza, per cui si rimanda al Capitolo 2 e al paragrafo §3.1. per ogni approfondimento.

¹³⁹ Mark R. Goldston, *The turnaround prescription: Repositioning troubled companies* (Boston: Free Press, 1992), p. 39.

¹⁴⁰ Fra i principali contributi in quest'ambito: Tatò, 1991; Goldston, 1992; Guatri, 1995; Bibeault, 1999.

3.2.1 Metodi quantitativi: i modelli statistici

L'analisi di bilancio per mezzo degli indici, quali quelli analizzati in precedenza, fornisce numerose informazioni sullo stato di salute di un'impresa, indagandone le performances in termini di redditività, di solidità e di liquidità. Ciò nonostante, tali indici non hanno alcuna valenza predittiva in merito al verosimile futuro andamento aziendale riferendosi infatti all'analisi dei risultati passati. Nel corso degli anni numerosi studi hanno perseguito l'ambizioso obiettivo di ricerca di un modello che, a partire dall'analisi per indici del bilancio, rendesse identificabile la crisi prima che questa fosse ormai deflagrata¹⁴¹, dando così vita al filone scientifico dei "modelli di previsione delle insolvenze". Un modello di previsione delle insolvenze è un «insieme coordinato di variabili indipendenti, relazioni statistiche e variabili dipendenti»¹⁴² che prevede la scelta di un campione di aziende sane e uno di aziende anomale «*per ricercare le principali caratteristiche (variabili indipendenti) che differenziano (o permettono di differenziare) i due gruppi negli anni precedenti l'anomalia*»¹⁴³. Una volta individuate tali caratteristiche, si procede a stimare una regola di classificazione (basata sull'approccio statistico usato) che si fondi sulle variabili indipendenti selezionate, consentendo così la classificazione del totale delle aziende in due nuovi gruppi. I diversi studi che si sono susseguiti hanno spesso preso in considerazione indici differenti da quelli della analisi di bilancio, così come tradizionalmente definita sulla scorta dei diversi ambienti culturali, nonché dei differenti periodi storici in cui sono stati elaborati. Nei paragrafi successivi si proporrà quindi una rapida panoramica dei modelli che hanno avuto maggior successo in ambito accademico e tra i c.d. *practitioners*.

¹⁴¹ I primi modelli di previsione risalgono al periodo immediatamente successivo al crollo della borsa di Wall Street del 1929: tra i più si ricordano gli studi di Smith 1930, FitzPatrick 1931 e 1932, Wall 1936. Tra i modelli successivi si ricordano gli studi di Beaver 1966, Hartzell e Peck, 1995; Blum, 1974; Appetiti, 1984; Forestieri, 1986; Balwind e Glezen, 1992; Flagg, Giroux e Wiggins, 1991; Bijnen e Wijn, 1994; Kern e Rudolf, 2001 e nel panorama italiano Alberici, 1975 e Argenti, 1983.

¹⁴² G. De Laurentis, «I principali approcci metodologici e le diverse applicazioni dei modelli di previsione delle insolvenze: una rassegna bibliografica», in *La previsione delle insolvenze aziendali. Profili teorici e analisi empiriche*, a c. di Giancarlo Forestieri (Milano: Giuffrè, 1986).

¹⁴³ Claudio Teodori, *Modelli di previsione nell'analisi economico-aziendale* (Torino: Giappichelli, 1989).

3.2.1.1 Lo Z-Score di Altman

Il modello matematico – statistico più noto, utilizzato e discusso è sicuramente quello proposto da Edward I. Altman (1968)¹⁴⁴, definito successivamente Z-Score¹⁴⁵. Si tratta di indice predittivo della probabilità d’insolvenza dell’impresa¹⁴⁶ e, come tale, viene frequentemente impiegato per valutare la portata della minaccia che il declino in corso costituisce per la sopravvivenza delle unità aziendali.

L’indagine dello studioso americano ha preso in considerazione 66 aziende di dimensioni medio – grandi e riconducibili al settore manifatturiero, successivamente inquadrare in due gruppi diversi di eguali dimensioni: fallite e non fallite. Ad ognuna delle 33 aziende fallite corrispondeva un’impresa in condizioni fisiologiche avente le medesime caratteristiche, per dimensione, settore d’attività e area geografica. Per il primo gruppo i prospetti contabili si riferivano ai cinque esercizi precedenti la sentenza di fallimento, mentre per le aziende “in salute” sono stati collezionati ed analizzati i dati dei bilanci relativi al medesimo quinquennio esaminato per le combinazioni “fallite”¹⁴⁷.

Fondandosi su una relazione di natura lineare, il modello individua 22 parametri con potenzialità previsionali in base alla loro diffusione nella letteratura economica; l’autore, tuttavia, preferì procedere ad una scrematura che condusse, in seguito, all’individuazione di cinque variabili da misurare per ciascun soggetto del campione e ponderate per dei coefficienti. Esse davano luogo ad un punteggio che avrebbe dovuto constatare la vicinanza ad un gruppo, piuttosto che ad un altro.

Tali variabili erano cinque indicatori di bilancio, rappresentativi dei livelli di redditività, liquidità ed indebitamento. La logica alla base della scelta si esplica nella considerazione che una struttura finanziaria squilibrata ed una scarsa efficienza della gestione agiscono in senso peggiorativo sulla redditività, la quale a sua volta produce i suoi effetti sulla solidità, sulla liquidità e sulle condizioni operative dell’impresa producendo un circolo vizioso che contribuisce a generare una situazione di crisi¹⁴⁸. Ad ogni modo essi sono:

- $X_1 = \text{Capitale circolante netto} / \text{Totale attivo}$

¹⁴⁴ Edward I. Altman, «Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy», *The journal of finance* 23, n. 4 (1968): pp. 589–609.

¹⁴⁵ Edward I. Altman, *Corporate bankruptcy in America* (Heath Lexington Books, 1971), p. 366.

¹⁴⁶ Si precisa che la definizione di insolvenza adottata dall’autore è quella di insolvenza in senso giuridico, prendendo in considerazione tra le aziende “anomale” esclusivamente quelle che erano state sottoposte a procedura fallimentare nel periodo tra il 1946 e il 1965.

¹⁴⁷ Raffaella Sbrana, «Crisi aziendale e segnali premonitori: il caso Stefanel Spa» (Università di Pisa, 2014).

¹⁴⁸ Giovanna Mariani, *Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di Turnaround* (Pisa: Pisa University Press, 2012), p. 75.

- $X_2 = \text{Utili non distribuiti/Totale attivo}$
- $X_3 = \text{EBIT/Totale attivo}$
- $X_4 = \text{Capitalizzazione/Totale passività}$
- $X_5 = \text{Ricavi/Totale attivo}$

A ciascuna delle variabili coinvolte venne associato un coefficiente che amplificasse ulteriormente le differenze tra aziende in condizioni normali di equilibrio e quelle in situazione di dissesto già evidenziate dagli indicatori di bilancio inclusi nel modello. Altman giunse quindi all'equazione del punteggio Z:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5 \quad [3.9]$$

Il risultato ottenuto deve essere raffrontato con il valore soglia determinato dall'autore, noto come punto di *cut-off*, determinato dall'osservazione degli errori di classificazione: esso è stato così determinato considerando il punto in corrispondenza del quale l'errore di classificazione risulta essere minimo, ovvero pari a 2,675. Le aziende con un punteggio superiore possono definirsi sane, al contrario delle altre che sono potenzialmente insolventi. Altman ha poi successivamente definito due valori soglia ulteriori identificando un'area denominata *grey zone* o area di incertezza, il cui gruppo di aziende facente parti avrebbero avuto un esito incerto e dovuto essere sottoposte ad un'ulteriore analisi. Tale area è stata delimitata dai valori numerici corrispondenti a 1,81 e 2,99, definiti in base a fattori di rischio – rispettivamente – elevatissimi o bassissimi.

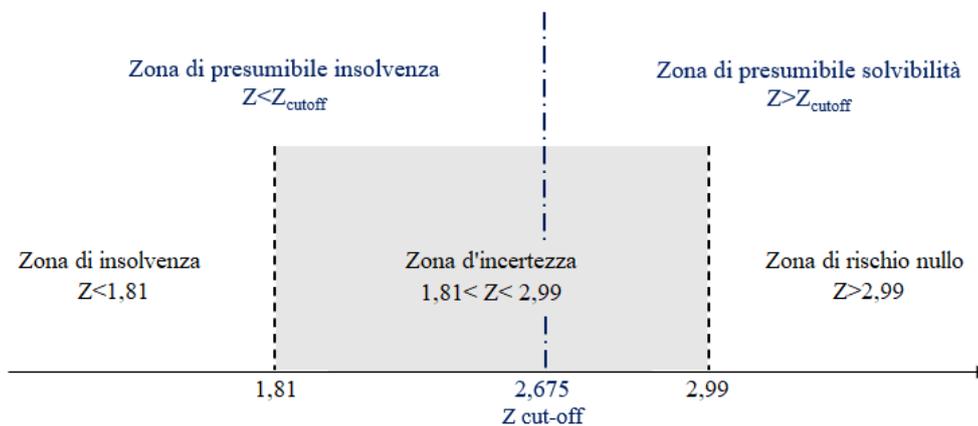


Figura 3.5: Rappresentazione delle possibili aree di classificazione del modello Z-Score - Fonte: Danovi, Quagli (2012)

Perfezionato il modello, Altman ha testato la sua capacità predittiva implementandolo su un altro campione di imprese. I risultati dimostrarono che non si sbagliava: il 96% delle imprese appartenenti al campione di verifica è stato classificato correttamente, confermando la validità della sua ricerca. Si tratta però di un modello che è efficace solo due anni prima

dell'eventuale fallimento, come dimostra il fatto che la sua accuratezza si riduce al 72% se si considera un arco temporale biennale.

Lo Z-Score è andato incontro, nel corso degli anni, ad ulteriori aggiornamenti effettuati dallo stesso Altman, adeguandolo alla situazione delle aziende non quotate presso i mercati finanziari¹⁴⁹. Nel caso in cui si voglia valutare una società con la succitata caratteristica, la variabile X_4 , ovvero il rapporto tra il valore di mercato del patrimonio netto e il valore contabile dei debiti, deve essere necessariamente modificata; al valore di mercato del patrimonio netto viene sostituito con il valore contabile del capitale proprio. In considerazione del fatto che, modificando sia il campione che le variabili, risulta necessario cambiare i pesi, si giunge alla configurazione del modello Z'Score:

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5 \quad [3.10]$$

In questa versione il punto di cut off rimane pari a 2,675, ma la zona di incertezza adesso è compresa tra 1,23 e 2,90:

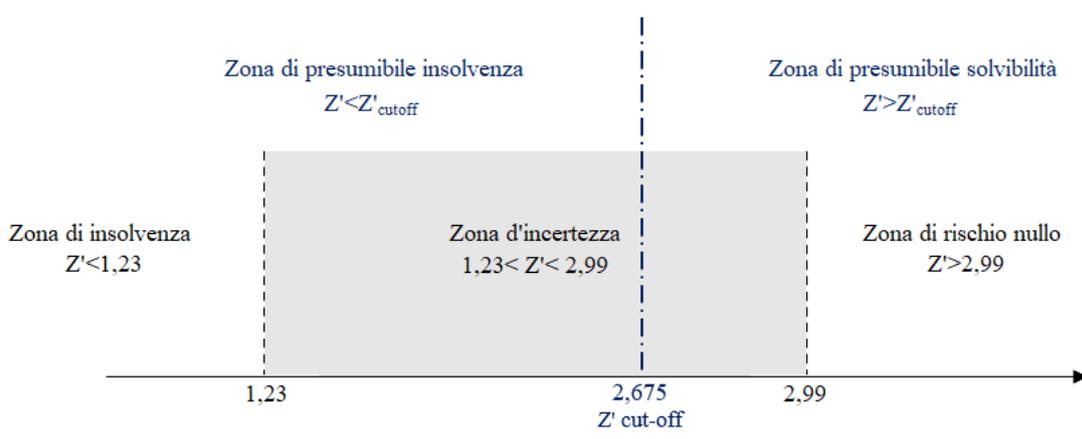


Figura 3.6: Rappresentazione delle possibili aree di classificazione del modello Z'-Score - Fonte: Danovi, Quagli (2012)

Lo studio di Altman evidenzia che lo Z' ha dimostrato, nell'esercizio precedente il fallimento, di classificare correttamente il 90,9% delle imprese sane e il 97% delle imprese fallite¹⁵⁰. Dal confronto con il modello iniziale si denota un aumento solo nella percentuale di errori di primo tipo e rimane invariato il numero di errate classificazioni che rientrano nella seconda categoria. Negli anni successivi, il modello è stato rivisitato adattando i parametri e i coefficienti a situazioni differenti da quelli delle imprese manifatturiere¹⁵¹.

¹⁴⁹ Edward I. Altman, *Corporate financial distress* (New York: John Wiley & Sons, 1993).

¹⁵⁰ Salvatore Madonna, *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti* (Giuffrè Editore, 2006), p. 245.

¹⁵¹ Edward I. Altman, John Hartzell, e Matthew Peck, «Emerging market corporate bonds: a scoring system», in *Emerging market capital flows* (New York: Salomon Brothers Inc., 1995).

In questa casistica, la sua applicazione ha richiesto l'eliminazione del parametro X_5 vendite/attività totali, al fine di depurare il punteggio Z dalla grande sensibilità all'industria di riferimento di esso. La nuova versione del metodo previsionale, noto come Z'' -Score ha assunto la seguente forma analitica:

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \quad [3.11]$$

Anche in questo caso sono stati rideterminati i coefficienti di discriminazione delle variabili. Inoltre, come nel caso di adattamento per le società non quotate, le modifiche apportate alla funzione originaria hanno portato ad un'estensione della zona di incertezza, vengono classificate incerte le aziende con uno Z'' compreso tra 1,10 e 2,60. La grande convenienza di questa versione aggiornata risiede nella possibilità di analizzare le imprese operanti in mercati emergenti, scongiurando la morte prematura dell'iniziativa imprenditoriale. Altman e Hotchkiss (2005) hanno proposto l'aggiunta di una costante (+3,25) al fine di standardizzare i risultati pari a 0 che equivarrebbero alla situazione di default: così facendo, hanno ricavato una corrispondenza tra i punteggi e i rating assegnati dall'agenzia internazionale Standard & Poor's alle obbligazioni¹⁵².

Tabella 3.5: Corrispondenza fra il punteggio Z'' e il rating assegnato da Standard & Poor's

| Safe zone | | Grey zone | | Distress zone | |
|-----------|--------|-----------|--------|---------------|--------|
| Rating | Soglie | Rating | Soglie | Rating | Soglie |
| AAA+ | >8,15 | BBB- | 5,85 | B | 4,50 |
| AA+ | 8,15 | BB+ | 5,65 | B- | 4,15 |
| AA | 7,60 | BB | 5,25 | CCC+ | 3,75 |
| AA- | 7,30 | BB- | 4,95 | CCC | 3,20 |
| A+ | 7,00 | B+ | 4,75 | CCC- | 2,50 |
| A | 6,85 | | | D | <1,75 |
| A- | 6,65 | | | | |
| BBB+ | 6,40 | | | | |
| BBB | 6,25 | | | | |

Fonte: Altman, Danovi, Falini (2013)

Il modello Z-Score, pur avendo compiuto già 50 anni, resta ancora centrale tanto nell'ambito degli studi sui modelli di previsione della crisi quanto nella prassi manageriale. L'ampia

¹⁵² Edward Altman e Edith Hotchkiss, *Corporate failure and bankruptcy* (New Jersey: John Wiley and Sons, 2005).

diffusione del metodo risulta ascrivibile ad una molteplicità di fattori. In primis, la facilità di calcolo e di interpretazione lo rendono uno strumento largamente accessibile anche a soggetti non specializzati; In secondo luogo, il concetto di score facilita l'effettuazione di confronti comparativi tra le performance di più imprese, sintetizzando in un unico riferimento numerico una molteplicità di aspetti rappresentativi della gestione aziendale complessivamente intesa. Chiaramente, il modello di Altman ha anche dei difetti:

- Le informazioni si limitano ad essere di natura esclusivamente quantitativa, tralasciando considerazioni qualitative sull'attività di impresa e sul suo patrimonio immateriale¹⁵³. Si tratta di aspetti che, al giorno d'oggi, stanno assumendo un ruolo sempre più di primo piano;
- Il punteggio dipende molto dalla tipologia, dal numero di indicatori selezionati e dalla specifica situazione di mercato in cui l'analisi è stata svolta;
- Il modello, pur ponendosi l'obiettivo di essere predittivo, ha più un'efficacia descrittiva e comparativa, dato che si tratta comunque di un'analisi ex post. È stato lo stesso Altman (1970) a sottolinearne tale debolezza, interpretando un basso valore dello score come aspetto potenzialmente sintomatico di una crisi e non come proxy della probabilità di tale evento¹⁵⁴.

Va infine sottolineato che il modello è stato concretamente applicato in Italia dallo stesso autore, in un'analisi (2013) delle imprese nostrane assoggettate alla procedura di Amministrazione Straordinaria nel periodo 2000 – 2010 svolta insieme a Danovi e Falini¹⁵⁵. Venne confermata la buona efficacia di tale strumento, giungendo però alla conclusione che le peculiarità delle imprese italiane richiederebbero l'elaborazione di parametri ad hoc. Il nostro tessuto societario è costituito per la stragrande maggioranza da PMI, mentre il modello originario dell'ricercatore statunitense è più "cucito" su imprese di maggiore dimensione.

¹⁵³ Islam Elshahat, Ahmed Elshahat e Arundhati Rao, «Does corporate governance improve bankruptcy prediction?», *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 19, n. 1 (2015): pp. 107–19.

¹⁵⁴ Edward I. Altman, «Ratio analysis and the prediction of firm failure: A reply», *The Journal of Finance* 25, n. 5 (1970): pp. 1169–72.

¹⁵⁵ Edward I. Altman, Alessandro Danovi, e Alberto Falini, «Z-Score Models' application to Italian companies subject to extraordinary administration», *Journal of Applied Finance* 23, n. 1 (2013): pp. 128–37.

3.2.1.2 I modelli simili allo Z-Score: Alberici, Ohlson e Zmijewski

Il modello Z di Alberici

Alberici (1975) è stato il primo in Italia ad aver introdotto la metodologia statistica dell'analisi discriminante multivariata¹⁵⁶. L'autore di nascita svizzera ha selezionato un campione di 21 aziende fallite nel decennio 1962 – 1972, appartenenti a settori diversi e sia di piccola che di media e grande dimensione.

Dato che le società erano già estinte al momento della ricerca, Alberici ha studiato i bilanci relativi ai cinque anni precedenti la sentenza di fallimento e confrontato ciascuna di esse con un'azienda "in salute" avente caratteristiche simili. L'attenzione è stata riposta sugli aggregati di natura patrimoniale piuttosto che sugli indicatori decifrabili dal conto economico¹⁵⁷, individuando le variabili con il maggior potere discriminante:

- $X_1 = \text{Reddito netto/Totale attivo}$
- $X_2 = \text{Debiti totali/Totale attivo}$
- $X_3 = \text{Capitale netto/Immobilizzazioni nette}$
- $X_4 = (\text{Capitale netto} + \text{passivo consolidato})/\text{Immobilizzazioni nette}$
- $X_5 = \text{Attivo corrente/Passivo corrente}$
- $X_6 = \text{Attività liquide/ Passivo corrente}$
- $X_7 = \text{Passivo corrente /Attività totali}$

Alberici non ha formulato un unico punteggio Z come Altman, ma cinque diversi che dovessero essere applicati ad uno specifico anno del quinquennio pre – fallimento. Il motivo che ha indotto l'autore italiano a realizzare cinque modelli predittivi è la convinzione che tali strumenti debbano essere adattati anche al periodo temporale in cui l'indagine viene svolta. Alberici ha ritenuto necessario tenere da conto il mutevole peso che le combinazioni produttive assumono nel corso degli anni, considerazione che ha cambia – di conseguenza – anche il valore dei coefficienti in base al periodo considerato.

L'applicazione del modello ha permesso di classificare le imprese nel gruppo delle imprese potenzialmente insolventi le combinazioni con un punteggio superiore al *cut-off* e nella classe di quelle "sane" le società con uno score inferiore: la logica seguita, come si deduce facilmente, è opposta a quella di Altman.

¹⁵⁶ Adalberto Alberici, *Analisi dei bilanci e previsioni delle insolvenze: affidabilità bancaria e informativa del mercato mobiliare* (Torino: Isedi, 1975).

¹⁵⁷ Ciò perché, nel 1975, il nostro ordinamento giuridico era sprovvisto di una normativa che regolamentasse la redazione del conto economico.

I risultati ottenuti sono stati molto positivi, visto che il grado di significatività negli ultimi tre anni antecedenti al fallimento si attesta al 99%. Ovviamente, essendo stato il modello costruito sul medesimo campione sul quale è stata effettuata la verifica, questo ne costituisce allo stesso tempo un grosso limite.

Tabella 3.6: i coefficienti e i punti di cut-off dello Z di Alberici

| Anno antecedente al fallimento | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| X ₁ | 0,00182 | 0,00004 | -0,00213 | 0,00164 | -0,00401 |
| X ₂ | -0,00258 | 0,01528 | 0,00319 | 0,0035 | 0,00203 |
| X ₃ | 0,00489 | 0,03013 | 0,00421 | -0,01659 | 0,00346 |
| X ₄ | -0,05185 | -0,07389 | -0,02482 | -0,04353 | -0,02201 |
| X ₅ | 0,00295 | 0,07658 | 0,01613 | 0,04026 | 0,01374 |
| X ₆ | -0,03831 | -0,00045 | 0,00055 | 0,00013 | 0,00108 |
| X ₇ | 0,01538 | 0,00483 | 0,00319 | 0,00105 | -0,00417 |
| Cut- off | 92,708 | 7192,602 | 120,22 | 34,229 | 5,494 |

Fonte: Alberici (1975)

O-Score (Ohlson)

Ohlson (1980) ritenne che il modello di Altman fosse troppo restrittivo e propose l'applicazione di un modello logit¹⁵⁸ al fine di misurare la probabilità di insolvenza aziendale¹⁵⁹. Il campione di riferimento usato comprende 105 imprese industriali classificate come in bancarotta e 2.058 imprese dello stesso tipo ma in salute, durante l'arco temporale 1970 – 1976.

Il modello O-Score prevede le seguenti variabili:

- X₁ = Totale attivo/Prodotto nazionale lordo¹⁶⁰
- X₂ = Debiti totali/Totale attivo
- X₃ = Capitale circolante netto/Totale attivo
- X₄ = Debiti a breve termine/Attivo corrente
- X₅ = 1 se i debiti sono superiori al totale dell'attivo; 0 in caso contrario
- X₆ = Utile netto/Totale passivo

¹⁵⁸ Noto anche come modello a regressione logistica, è designato specificamente per variabili dipendenti binarie: il suo obiettivo è di stabilire la probabilità con cui un'osservazione può generare uno o l'altro valore della variabile dipendente (cfr. Alan Agresti, *Categorical data analysis*, (New York: John Wiley & Sons, 2003)).

¹⁵⁹ James A. Ohlson, «Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy», *Journal of accounting research*, 1980, pp. 109–31.

¹⁶⁰ Corretto per l'inflazione.

- $X_7 = \text{Fondi dalle operazioni/Attività totali}$
- $X_8 = 1$ se l'utile netto è stato positivo negli ultimi 2 anni; 0 in caso contrario
- $X_9 = \frac{UN_t - UN_{t-1}}{UN_t + UN_{t-1}}$ con UN = Utile netto

La formula è la seguente:

$$O = -1,32 - 0,407 \log X_1 + 6,03X_2 - 1,43X_3 + 0,076X_4 - 2,37X_5 - 1,83X_6 + 0,285X_7 - 1,72X_8 - 0,521X_9 \quad [3.12]$$

Tale modello è sicuramente più complesso rispetto a quello pionieristico di Altman, dato che prevede un numero altissimo di variabili (9 contro le 5 dello Z-Score) e la presenza di due variabili dicotomiche¹⁶¹ (rispettivamente X_5 e X_8). Tuttavia, nonostante non sia di immediata comprensione, il modello ha conseguito risultati efficaci: esso ha previsto il 96,12% dei casi, stabilendo il punto di cut-off a 0,038.

Il modello di Zmijewski

Differentemente dai suoi predecessori, Zmijewski (1984) segue un approccio più parsimonioso nella scelta degli indicatori e impiega un modello probit, anche esso basato sulla probabilità dell'evento¹⁶². In particolare, esaminando tutte le società quotate negli Usa – ad eccezione del settore finanziario – durante il periodo 1972-1978, formula la seguente equazione:

$$\text{Zmijewski} = -4,336 - 4,513X_1 + 5,679X_2 + 0,004X_3 \quad [3.13]$$

Dove:

- $X_1 = \text{Utile netto/Totale attività}$
- $X_2 = \text{Debiti totali/Totale attività}$
- $X_3 = \text{Debiti di breve periodo/Attività correnti}$

Zmijewski formula l'equazione considerando un campione di 40 società in bancarotta e 800 sane e il tasso di accuratezza del modello è pari al 99%. Il cut off point che può essere attribuito al modello è 0.50. La principale critica rivolta al modello riguarda il ridotto numero di variabili considerate e la forte collinearità tra di esse.

¹⁶¹ Trattasi di una variabile aleatoria che può assumere soltanto uno tra due valori, spesso convenzionalmente indicati con 1 (successo) e 0 (insuccesso), cui sono rispettivamente associate le probabilità p e $q = 1 - p$.

¹⁶² Mark E. Zmijewski, «Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models», *Journal of Accounting research*, 1984, pp. 59–82.

3.2.1.3 Logit analysis

La tecnica logit analysis applicata ad un eventuale contesto d'insolvenza è stata elaborata da Zavgren (1985). Tale modello si prefigge due obiettivi:

- Prevedere un eventuale stato di insolvenza fino a cinque anni di anticipo, attraverso dati di natura finanziaria;
- Ipotizzare la probabilità con cui tale stato d'insolvenza possa avvenire¹⁶³.

La tecnica prevede il calcolo di sette indici a cui si assegna, per ognuno, un coefficiente stabilito dal modello, che varia a seconda del numero di anni che si vogliono considerare per prevedere l'eventuale insolvenza.

Tabella 3.7: coefficienti per il logit model di Zavgren

| Anno antecedente al fallimento | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Intercept (α) | -0.23883 | -2.61060 | -1.51150 | -5.94570 | -6.87660 |
| Inventory Turnover (X_1) | 0.00108 | 0.04185 | 0.06257 | 0.09157 | 0.08835 |
| Receivables Turnover (X_2) | 0.01583 | 0.02215 | 0.00829 | 0.01667 | 0.00692 |
| Cash Position (X_3) | 0.10780 | 0.11231 | 0.42480 | 0.05917 | 0.15786 |
| Short-Term Liquidity (X_4) | -0.03074 | -0.02690 | -0.01549 | -0.00410 | 0.00018 |
| Return on Investments (X_5) | -0.00486 | -0.01440 | 0.00519 | 0.01950 | -0.02301 |
| Financial Leverage (X_6) | 0.04350 | 0.04464 | 0.01822 | 0.04100 | 0.04371 |
| Capital Turnover (X_7) | -0.00110 | 0.00063 | 0.00002 | 0.00363 | 0.00798 |

Fonte: Zavgren (1985)

Il passo successivo consiste nel moltiplicare ogni singolo indice per il coefficiente che gli è stato assegnato; successivamente a ciò si sommano i vari prodotti ed il valore dell'intercetta corrispondente al numero di anni considerati, ottenendo il *probability index*.

$$I = \alpha_n + \beta_{1n}X_1 + \beta_{2n}X_2 + \dots + \beta_{7n}X_7 \quad [3.14]$$

dove:

α_n = ascissa dell'anno n – esimo;

β_{in} = coefficiente dell'i – esimo indice dell'anno n – esimo;

X_i = indice i – esimo.

¹⁶³ Christine V. Zavgren, «Assessing the vulnerability to failure of American industrial firms: a logistic analysis», *Journal of Business Finance & Accounting* 12, n. 1 (1985): pp. 19–45.

Da esso, poi, si ricava l'*indice di probabilità di fallimento* per l'azienda nel periodo considerato¹⁶⁴:

$$\text{Probabilità di fallimento} = \frac{1}{1 + e^I} \quad [3.15]$$

Il modello elaborato da Zavgren è stato sottoposto a diversi studi per verificarne l'attendibilità. Si può citare, a titolo di esempio, una ricerca sviluppata da Ooghe e Balcaen (2007), in cui gli autori mettono a confronto sette modelli previsionali utilizzando dei dati riferiti a delle aziende belghe. La conclusione di tale studio è che il modello di Zavgren possiede un'affidabilità molto elevata, sottolineando come tale tecnica, equiparandola agli altri modelli analizzati, abbia presentato i risultati migliori nell'analisi di medio-lungo termine¹⁶⁵.

Il limite di tale tecnica risiede nella sua costruzione empirica. Essa non tiene conto di come l'affidabilità applicativa possa variare significativamente con il contesto industriale d'appartenenza dell'azienda su cui si applica il modello, che potrebbe risultare molto differente da quello d'appartenenza delle aziende formanti il campione su cui lo si è costruito.

3.2.1.4 Metodo "Gambler's Ruin"

La tecnica del Gambler's Ruin applicata al campo del business risk è stata sviluppata da J. Wilcox nel 1973, con l'obiettivo di prevedere la crisi d'impresa con un anticipo di 5 anni¹⁶⁶. Si confrontano i valori di liquidazione stimati, calcolando la percentuale di variazione tra un esercizio e l'altro; il processo di calcolo prosegue sottraendo dalle attività societarie i debiti correnti e di medio – lungo termine. Per fare questo si considerano il valore della cassa e i titoli quotati al valore di mercato, le scorte, i crediti esigibili e i ratei al 70% del loro valore in bilancio e, per finire, l'attività patrimoniali rimanenti al 50%. Il passo successivo è di confrontare tale risultato con l'anno precedente, calcolando di quanto il valore di liquidazione vari da un anno all'altro, sottraendo dal fatturato tutti gli eventuali dividendi e il 50% del totale delle spese in conto capitale e degli ammortamenti. Successivamente si

¹⁶⁴ Christine V. Zavgren, Michael T. Dugan, e James M. Reeve, «The association between probabilities of bankruptcy and market responses—a test of market anticipation», *Journal of Business Finance & Accounting* 15, n. 1 (1988): pp. 27–45.

¹⁶⁵ Hubert Ooghe e Sofie Balcaen, «Are failure prediction models widely usable? An empirical study using a Belgian dataset», *Multinational Finance Journal* 11, n. 1/2 (2007): pp. 33–76.

¹⁶⁶ James Wilcox, «Review of Corporate Bankruptcy in America», *Journal of Accountancy*, 1973, p. 92.

sottraggono il 30% degli incrementi avvenuti a livello di scorte e di crediti rispetto all'anno precedente. Il risultato finale della formula rappresenta la probabilità che l'impresa ha di rimanere in equilibrio economico – finanziario.

L'autore sostiene che tale tecnica possiede un'affidabilità del 76% nel prevedere l'insolvenza entro cinque anni e del 96% se applicata nell'anno precedente la stessa¹⁶⁷. Si tratta di un modello statistico che richiede informazioni tratte dalla contabilità d'impresa; la sua attendibilità, quindi, dipende da quella dei dati di bilancio.

¹⁶⁷ Jarrod W. Wilcox, «The gambler's ruin approach to business risk», *Sloan Management Review* 18, n. 1 (1976): pp. 33–46.

3.2.2 Metodi quantitativi: i modelli non statistici

3.2.2.1 Argenti A-Scores

Il modello di Argenti (1976) nasce dall'esigenza di superare i limiti intrinseci dei modelli finanziari quali lo Z-score¹⁶⁸. Quest'ultimo, infatti, può condurre a risultati completamente errati nel caso in cui i dati di bilancio siano stati manipolati dal management al fine di nascondere problematiche lampanti deducibili dalla contabilità aziendale. Un'altra problematica riguarda altresì la natura delle informazioni offerta dallo Z-score, estremamente centrata sull'assetto finanziario ma incapace di cogliere altre dinamiche di egual importanza all'interno della gestione aziendale.

Per risolvere questi ostacoli, Argenti ha proposto e sviluppato un modello, definito *A-Score*, basato su una valutazione più soggettiva e ampia del contesto aziendale, capace di intercettare i problemi che si riscontrano a livello decisionale, operativo e organizzativo. L'autore, infatti, ritiene come causa principale di una *turnaround situation* l'incapacità e/o la negligenza dei vertici aziendali di affrontare le sfide che l'ambiente gli pone.

Il modello A-score è diviso in tre aree principali, che sono poi suddivise in molteplici sotto aree:

- *Defects*: mira ad individuare debolezze nella corporate governance e nei sistemi di monitoraggio contabile;
- *Mistakes*: considera gli errori commessi a causa dei difetti di cui sopra. Essi sono strettamente interconnessi fra loro, dato che una debolezza strutturale nei sistemi di gestione e contabilità causa errori molto più frequentemente;
- *Symptoms*: l'ultima classe individua i sintomi di un'imminente crisi difficile da evitare.

Ogni suddivisione contiene delle voci, alle quali è assegnato un determinato peso. Tale peso rappresenterà il valore massimo che si potrà attribuire a quella determinata voce, in funzione della sua eventuale presenza nel contesto in analisi. La somma massima possibile è pari a un valore di 100, con dei valori intermedi per ogni sezione pari a 43, 45 e 12.

Vi è una duplice valutazione: riferita al valore totale delle singole voci e alla somma dei valori delle singole sezioni.

¹⁶⁸ John Argenti, *Corporate Collapse: the causes and symptoms* (New York: Wiley, 1976).

Ciascuna area viene valutata e se la somma di tutti i punteggi è più di 25, allora è probabile che l'azienda fallisca. Tuttavia, la maggior parte delle aziende che stanno fallendo o che probabilmente falliranno ottiene un punteggio molto alto, intorno a 60 o anche maggiore.

Per chiarezza esplicativa, si guardi la tabella sottostante:

Tabella 3.8: il modello *A-Score* di Argenti

| | | | |
|------------------------------|------------|---|---------------------|
| <i>Difetti - management</i> | 8 | Il CEO è un accentratore | |
| | 4 | Il CEO è anche il presidente della società | |
| | 2 | Il CEO vuole un CDA "passivo" | |
| | 2 | Le competenze del consiglio di amministrazione sono troppo sbilanciate | |
| | 2 | Il CFO ha poca importanza/non è capace | |
| | 1 | Scarsa profondità di gestione | |
| <i>Difetti - Contabilità</i> | 3 | Assenza del budget o di controlli su di esso | |
| | 3 | Nessun sistema di previsione della cassa (o non aggiornato) | |
| | 3 | Assenza di un sistema di costo. Il costo unitario di prodotto e il loro margine di contribuzione sono sconosciuti. | |
| | 15 | Scarsa risposta ai cambiamenti del mercato: prodotti vecchi, impianti obsoleti, management anziano, strategie di marketing non aggiornate | |
| TOTALE DIFETTI | 43 | | Punteggio 10 |
| <i>Errori</i> | 15 | Valore del leverage troppo alto: l'impresa potrebbe incorrere in seri problemi anche semplicemente per un colpo di sfortuna. | |
| | 15 | Overtrading. La società si espande in maniera più veloce rispetto alle risorse che raccoglie. La base patrimoniale è troppo piccola o sbilanciata per la ampiezza/tipologia del business in cui opera. | |
| | 15 | I "grandi progetti" non sono andati bene. Se qualcosa va storto, l'azienda non riesce a adempiere più alle sue obbligazioni. | |
| TOTALE ERRORI | 45 | | Punteggio 15 |
| <i>Sintomi</i> | 4 | Indici finanziari, come lo <i>Z score</i> , segnalano una situazione negativa. | |
| | 4 | Contabilità falsificata o "creativa". Il CEO è il primo a vedere i segnali negativi e, per nasconderli dai creditori e/o istituti di credito, la loro importanza viene minimizzata. Ad esempio, le azioni vengono sopravvalutate, i deprezzamenti vengono abbassati, ecc. | |
| | 4 | Segnali non finanziari: mancato pagamento dei salari, uffici poco curati, morale dei dipendenti basso, rotazione veloce dei posti di lavoro. | |
| TOTALE SINTOMI | 12 | | |
| TOTALE | 100 | | Punteggio 25 |

Fonte: Argenti (1976)

Oltre al punteggio totale, l'analista dell'impresa in crisi deve altresì focalizzare la sua attenzione ai singoli punteggi delle aree principali, in modo da rilevare eventuali errori e apportare azioni correttive. Per poter affermare che la situazione analizzata non desta particolari problemi né che vi sia la possibilità di crisi imminente, devono sussistere le seguenti condizioni:

- Il risultato intermedio di ogni singola sezione non deve superare il valore massimo che le è attribuito (definito nella tabella come “punteggio”);
- Il valore dato dalla somma totale delle singole voci deve essere inferiore a 25.

Nel caso in cui il punteggio totale superi il valore di 25, ci si trova in una situazione in cui sono presenti evidenti segnali di una situazione che precede un'eventuale crisi mentre, se supera il valore di 35, il rischio di insolvenza è ritenuto molto elevato¹⁶⁹.

Il limite del modello proposto da Argenti, come facilmente intuibile, risiede nella soggettività della valutazione delle voci, la quale pertanto risulta essere un'arma a doppio taglio nelle mani del consulente. L'A-Score, nonostante un'affidabilità parecchio elevata (90%), massimizza la sua utilità quando utilizzata contestualmente ad altri strumenti di analisi.

3.2.2.2 Shareholders Value

Il valore economico detenuto dagli azionisti è uno degli aspetti tenuti in maggior considerazione quando si decide di investire in determinate società ed è un parametro fra i più usati per valutare la condizione di salute della stessa. Esso viene spesso fatto corrispondere con il valore intrinseco delle singole azioni sociali e dalla capacità dell'azienda di pagare dividendi alti; questo approccio ha visto in John Welch¹⁷⁰ il suo principale promotore e ha raggiunto il suo apice di gradimento a metà degli anni 2000.

Lo *shareholders value* è il valore consegnato delle azioni sociali grazie alla capacità del management di aumentare le vendite, i guadagni e il FCF, aumentando i dividendi e delle plusvalenze per gli azionisti. Il valore per gli azionisti di una società dipende dalle decisioni strategiche prese dal suo consiglio di amministrazione e dall'alta dirigenza, compresa la capacità di fare investimenti saggi e generare un sano ritorno sul capitale investito. Se questo

¹⁶⁹ J. Argenti, «Company Failure—Long Range Prediction Not Enough», *Accountancy* 88, n. 1008 (1977): pp. 46–52.

¹⁷⁰ Dirigente d'azienda statunitense, è stato il CEO della *General Electric (GE)* dal 1981 al 2001.

valore viene creato, in particolare a lungo termine, il prezzo delle azioni aumenta e l'azienda può pagare dividendi maggiori.

Tuttavia, un prezzo azionario in ascesa non sempre si traduce in valore per l'impresa, i suoi dipendenti e anche i suoi consumatori. Per valutare se un'azienda sia competitiva (o se possa tornare ad esserlo), molto spesso si procede al calcolo del valore dell'impresa, il cui risultato finale può essere trovato in svariati modi.

Nel presente elaborato, si mostra il criterio di valutazione fondato sui valori – flusso. I metodi finanziari sono preferibili dato che presentano in misura maggiore la caratteristica della razionalità: sono infatti in grado di esprimere appieno l'ammontare e la distribuzione temporale delle risorse finanziarie che l'impresa può garantire al suo possessore¹⁷¹. In quest'ottica, il valore dell'impresa viene calcolato mediante il processo di attualizzazione dei flussi monetari disponibili, anno per anno, dall'investitore¹⁷².

La formula di massima per la valutazione aziendale è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} \quad [3.16]$$

in cui W rappresenta il valore dell'impresa, n l'orizzonte temporale di valutazione, CF il flusso di cassa annuale e i è il tasso di attualizzazione.

I flussi di cassa utilizzati sono quelli operativi (al lordo di oneri finanziari o *unlevered*). L'ammontare del flusso operativo è un indicatore particolarmente significativo nell'ambito della crisi d'impresa, poiché fornisce la misura con cui tale attività ha generato/genererà flussi finanziari sufficienti a rimborsare prestiti, a mantenere la capacità operativa dell'entità, a pagare dividendi e a effettuare investimenti senza ricorrere a fonti di finanziamento esterne all'impresa¹⁷³. Il futuro cash – flow è determinato:

- Cash – in: vendite, commissioni e *royalties*, rimborsi spese;

¹⁷¹ Tuttavia, i metodi finanziari appaiono carenti per quanto riguarda le caratteristiche della dimostrabilità e neutralità. Essi richiedono una base informativa articolata e completa e il consulente deve effettuare previsioni che debbono per di più spingersi su orizzonti temporali di medio – lungo periodo. In considerazione di tali aspetti, i risultati delle stime conducono generalmente a valori soggettivi e/o potenziali, correlati alla visione delle politiche aziendali e di interpretazione dello scenario esterno da parte dell'imprenditore.

¹⁷² Daniele Calducci, *La valutazione dell'azienda: principi, modelli, prassi professionale* (Milano: Edizioni FAG, 1998).

¹⁷³ Enrico Valdata, «La dinamica dei flussi finanziari», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, a c. di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi (Milano: Vita e Pensiero, 2014), p. 156.

- Cash – out: fornitori, dipendenti, affitti corrisposti, consulenze ordinarie al *core business*, pagamenti tributari.

Di Napoli e Fuhr (1999) calcolano il valore dell'impresa utilizzando come tasso di attualizzazione il *costo medio ponderato del capitale* o *WACC*¹⁷⁴. Si tratta di uno strumento a cui si ricorre ampiamente nella valutazione di strategie di acquisto o vendita di asset o anche dell'avvio o meno di possibili progetti industriali. La sua grande utilità – rispetto agli altri tassi disponibili – risiede nella considerazione congiunta del capitale proprio e di debito, riscontrabile pure nella formula:

$$WACC = i_c \times \frac{C}{D + C} + i_d \times \frac{D}{D + C} \quad [3.17]$$

in cui i_c è il tasso espressivo del costo del capitale proprio e i_d del capitale di debito. C e D rappresentano, rispettivamente, il capitale di proprio e di debito.

Dall'equazione 3.16., gli autori hanno trovato un metodo utile per il calcolo dello *shareholder value* sottraendo al valore dell'impresa i debiti contratti da essa¹⁷⁵. Formalmente:

$$SV = W - D \quad [3.18]$$

in cui D rappresenta il totale dei debiti o, meglio ancora, la posizione finanziaria netta attualizzata. Chiaramente, un valore più alto di W o più basso di D migliorano il valore per gli azionisti, configurando un'impresa lontana da una condizione di potenziale dissesto.

Il limite principale di tale valore consiste nella sua scarsa capacità di prevedere una crisi in maniera imminente, visto che calcolare il dato non è un'operazione tempestiva. Ciò accade anche perché gli shareholders percepiscono che le loro attese non sono state rispettate in ritardo rispetto alla manifestazione dello stato d'insolvenza dell'impresa.

Ulteriori critiche a tale metodologia sono state fatte dopo la recente crisi economica del 2008, soprattutto per il fatto che si tratti di strumento d'analisi eccessivamente focalizzato sull'aumento indiscriminato del valore economico dell'azione e che quindi analizza ciecamente gli obiettivi di breve periodo, non considerando una pianificazione temporale più ad ampio raggio. Secondo numerosi autori, fra cui Welsh (2009), le aziende si sono smodatamente focalizzate sulla massimizzazione del valore dell'azionista, ignorando vari

¹⁷⁴ Acronimo di Weighted Average Cost of Capital.

¹⁷⁵ Dominic Di Napoli e Elliot Fuhr, «Trouble Spotting: Assessing the likelihood of a Turnaround», in *Workouts and turnarounds II: Global restructuring strategies for the next century* (New York: Wiley, 1999), pp. 1–20.

aspetti (fra cui, ad esempio, anche quelli sociali e ambientali) strumentali al raggiungimento di un maggior benessere¹⁷⁶. Un'eccessiva considerazione di questo valore, inoltre, ha spesso condotto a decisioni estreme, quali riduzione di personale, delocalizzazione, tagli alla R&S, generando, quindi, una crescita non sostenibile¹⁷⁷ e comportando, inoltre, il declino del vantaggio competitivo acquisito¹⁷⁸.

In sintesi, lo *shareholder value* è un parametro che difficilmente può rappresentare una situazione di declino imminente, in quanto strettamente collegato all'andamento di mercato che – a sua volta – è influenzato dalle informazioni divulgate dall'impresa, con il rischio che non siano corrispondenti alla vera situazione della stessa.

3.2.2.3 La valutazione del capitale economico

A partire dagli anni Ottanta, il tema della misurazione del valore ha registrato un'attenzione crescente da parte del mondo accademico e professionale. In questo ramo di ricerca, l'analisi del valore del capitale economico è stato il punto di riferimento della dottrina italiana ed europea, con una crescente evoluzione del concetto stesso. Originariamente esso era stato definito come: “*il valore generale dell'azienda in sé, che prescinde dalle motivazioni allo scambio, dalle convenienze specifiche e dalla forza contrattuale delle parti interessate alla negoziazione*”¹⁷⁹; in seguito, l'incremento delle transizioni aventi per oggetto aziende o rami di azienda ha indirizzato l'interesse degli studiosi verso l'individuazione di metodologie di determinazione dei valori di acquisizione.

In questa sede non si tratterà l'argomento in maniera esaustiva; ci si limiterà a tratteggiarne le caratteristiche principali e come esso venga utilizzato nella valutazione delle imprese in crisi.

La valutazione del capitale economico di un'impresa si basa su tre approcci fondamentali:

- *Income approach*: si fonda sulla proiezione dei flussi di cassa futuri e sulla capacità dell'azienda di generarli;

¹⁷⁶ Francesco Guerrera, «Welch condemns share price focus», *Financial Times*, 12 marzo 2009.

¹⁷⁷ Al giorno d'oggi è quindi più opportuno parlare di *stakeholders value*, ossia allargare il panorama di riferimento aziendale oltre al mero conseguimento del risultato economico. Le società devono essere in grado di riconoscere il ruolo che esse rivestono nella società in cui sono inserite e cercare di adottare le migliori condizioni possibili sotto diversi punti di vista (lavoratori, ambiente, etica, ecc.). Così facendo, aumenterà conseguentemente anche il valore per gli azionisti.

¹⁷⁸ Mark R. Kramer e Michael Porter, «Creating shared value», *Harvard Business Review* 17, n. 1/2 (2011): pp. 62–77.

¹⁷⁹ Jakob Viel et al., *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda* (Milano: Etas Libri, 1973), p. 8.

- *Market approach*: prevede di utilizzare il punto di vista del mercato;
- *Market fair value*: il valore dell'impresa coincide con la differenza fra le attività e le passività iscritte in bilancio.

L'income approach sostiene che il valore di un'impresa è basato sulla proiezione dei flussi di cassa che essa è in grado di generare in futuro. All'interno di tale approccio, sono due le metodologie salienti. Il *Discounted cash flow* effettua una previsione del conto economico per un certo numero di esercizi (generalmente tre o cinque), calcolando il valore dell'impresa mediante un tasso di attualizzazione che rifletta le attese dei vari *stakeholders*. L'equazione è la medesima vista nel §3.2.2.2., utilizzando il costo medio ponderato del capitale come tasso.

Il metodo alternativo è quello della *capitalizzazione diretta*: viene normalizzato il reddito di un determinato periodo futuro e se ne calcola la capitalizzazione dividendolo per un determinato tasso. Tale metodo di valutazione è di tipo reddituale, ossia pone il valore dell'impresa pari a questa sommatoria:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} \quad [3.19]$$

dove R_t rappresenta il flusso reddituale dell'anno t , i il tasso di attualizzazione e n l'orizzonte temporale della valutazione. L'applicazione di tale formula comporta svariati ordini di problemi, fra cui l'individuazione dell'opportuno tasso. Spesso viene usato il WACC¹⁸⁰, ma è molto diffuso l'impiego del tasso di attualizzazione a breve termine e – nella valutazione di un investimento – anche il TIR (Tasso Interno di Rendimento). Esso può essere definito come il tasso di attualizzazione in corrispondenza del quale il VAN di un progetto e/o investimento è pari a 0, ossia il valore soglia al di sotto del quale esso non è più conveniente¹⁸¹.

L'income approach è quindi utilizzato in fase di valutazione dello stato d'insolvenza aziendale, beneficiando anche di una forte base teorica; tuttavia, i metodi di scelta dei suoi elementi (orizzonte temporale, tipologia di retto da considerare, ecc.) estremamente soggettivi lo rendono più debole rispetto ai modelli statistici.

¹⁸⁰ Al WACC viene spesso sottratto il tasso di crescita g del NOPLAT, ossia il reddito operativo al netto degli oneri fiscali attesi per l'anno successivo a n . Si tratta di una soluzione di matrice americana nel calcolo del valore finale di un'impresa, all'interno della metodologia di analisi basata sull'ipotesi che al termine dell'orizzonte temporale n -esimo l'azienda cessa di esistere (cfr. Pier Luca Bubbi, «L'impresa: finalità e obiettivi», in *L'impresa - Economia e gestione*, a c. di Maria Martellini (Torino: G. Giappichelli, 2006), p. 571)

¹⁸¹ Alberto Falini, «Le politiche finanziarie», in *L'impresa - Economia e gestione*, a c. di Maria Martellini (Torino: G. Giappichelli, 2006), p. 488.

Il market approach ha delle fondamenta totalmente opposte: non ha riscontri teorici e prevede di utilizzare, come si evince dal nome, il punto di vista del mercato, attraverso la valutazione dei prezzi dei mercati azionari o delle imprese nelle operazioni di M&A. Lo strumento di valutazione più usato in questo approccio è sicuramente l'*entreprise value (EV)*, dato dalla somma fra la capitalizzazione di mercato societaria e i debiti di essa, a cui va sottratta la liquidità:

$$EV = CM + D - LT \quad [3.20]$$

L'EV è una metrica molto popolare usata per valutare una società per una potenziale acquisizione ed è alla base di molti indicatori finanziari usati per la misurazione delle performance aziendali. Il più popolare fra questi è sicuramente il rapporto *EV/EBITDA*, usato generalmente per confrontare il valore di un'azienda con le altre operanti nello stesso business. Questo ratio è molto utile per valutare le compagnie capital – intensive con alti valori nella voce *ammortamenti e svalutazioni* del conto economico e spesso è molto più utile del rapporto P/E quando si tratta di paragonare aziende con differenti valori di leverage finanziario. Altri indicatori utilizzati nel market approach sono:

- EPS: Utile Netto/Azioni in circolazione.
- P/E: Prezzo di mercato del capitale di rischio/Utili conseguiti
- PEG: PE/Tasso di crescita degli utili

L'approccio market fair value, al contrario dei precedenti, è basato sulla valutazione dello stato patrimoniale, partendo dal presupposto che il valore di un'impresa coincida con la differenza fra il valore delle attività di bilancio ed il valore delle passività. Si tratta di un orientamento che trova le sue radici nel mondo anglosassone, formulando il valore di un'azienda nell'ottica di un potenziale acquirente e configurandolo, quindi, come un generico valore di scambio. Dal punto di vista del consulente dell'impresa in crisi, questo approccio è sicuramente di facilissima applicazione ma conduce con una certa probabilità a conclusioni distorsive circa lo stato di salute aziendale. Il valore formulato, infatti, riflette le motivazioni dello scambio e le convenienze personali di chi acquista, perdendo parecchia oggettività critica.

In conclusione, il valore del capitale economico rappresenta un'alternativa alla valutazione dell'azienda, ma non dovrebbe essere usato dall'analista di un'impresa in crisi: spesso risulta essere un valore più teorico che con un'effettiva praticità consulenziale. Questo perché il capitale economico, pur esprimendo un giudizio equitativo, è "*astratto, in quanto prescinde*

dalle specifiche convenienze e dalle forze contrattuali degli scambisti e generico (...) perché si riferisce ad un soggetto che presenta caratteristiche generiche medio – normali”¹⁸²

¹⁸² Vittorio Coda et al., *Indici di bilancio e flussi finanziari: strumenti per l'analisi della gestione* (Etas Libri, 1981), p. 390.

Cap. 4: Le risposte alla crisi: il turnaround

4.1 Il turnaround: definizione

È stato più volte sottolineato nei capitoli precedenti come il management debba in ogni modo possibile accorgersi e fronteggiare tempestivamente la situazione di declino in atto: a tal proposito, Sottoriva (2012) afferma che *“un vero e proprio piano di risanamento non può prescindere dall’individuazione delle cause che hanno prodotto tale stato patologico, al punto che si ritiene l’analisi accurata dei sintomi, l’accertamento e il riconoscimento della genesi della crisi come il primo passo da compiere nella ideazione del processo di turnaround”*¹⁸³.

In questa situazione di emergenza, i vertici aziendali devono garantire la sopravvivenza dell’impresa nel breve periodo, cercando di agire su quelle problematiche che hanno un impatto maggiore (in senso negativo). Sono diverse le soluzioni che possono essere adottate urgentemente: la vendita delle rimanenze in magazzino, l’abbassamento dei prezzi per accelerare la spinta delle vendite, fino a ipotesi decisamente più drastiche come il licenziamento o la cassaintegrazione dei dipendenti. Come intuibile, tale ventaglio di alternative fa “respirare” l’azienda, ma si tratta comunque di azioni che non vanno alla radice della crisi d’impresa e – soprattutto – non eliminano il rischio di cessazione della stessa¹⁸⁴.

Qualora la prima fase di fronteggiamento della crisi abbia effettivamente garantito la sopravvivenza di breve periodo, sarà necessario progettare e implementare una strategia con effetti di medio e lungo termine, che permettano l’uscita dell’azienda dal processo di crisi ed eliminino il rischio di cessazione d’impresa. In quest’ottica, il processo di *turnaround* costituisce il processo con cui l’impresa intende produrre un cambiamento strutturale non limitandosi al mero ripristino temporaneo dell’efficienza, ma ridefinendo gli obiettivi aziendali ed i mezzi idonei per il loro raggiungimento, in un’ottica di sviluppo e di rilancio dell’impresa¹⁸⁵.

La letteratura economica è da quasi mezzo secolo che affronta l’argomento, con una vastità di contributi al riguardo che – molto spesso – non consentono di giungere ad una chiara definizione di turnaround in maniera agevole. Senza addentrarsi troppo nel merito, molti

¹⁸³ Claudio Sottoriva, *Crisi e declino dell’impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali* (Milano: Giuffrè Editore, 2012).

¹⁸⁴ Tunisini et al., *op. cit.*, 2014.

¹⁸⁵ Giorgia Carlotta Brambilla, «I fattori di crescita delle aziende: un’analisi delle Top 500 padovane.» (Università degli Studi di Padova, 2017).

autori preferiscono definire la *turnaround situation*, ossia il contesto di declino/crisi in cui il processo di corporate turnaround deve essere avviato¹⁸⁶; altri invece descrivono direttamente la *corporate turnaround*, facendo intuire, implicitamente, la turnaround situation di cui sopra¹⁸⁷. Si tratta di due approcci diversi ma complementari: uno descrive lo scenario che porta alla necessità di affrontare una situazione di declino o crisi; l'altro gli interventi per fronteggiarlo¹⁸⁸.

Cercando di offrire una definizione che racchiuda sinteticamente anni di studi, con il termine *turnaround* si intende, nell'ambito aziendale, il piano di risanamento e di ristrutturazione profonda di un'azienda in crisi¹⁸⁹. Guatri – il pioniere della letteratura italiana in questo campo – afferma che l'espressione turnaround è molto più ampia¹⁹⁰ e attribuisce alcune connotazioni essenziali ai “cambiamenti” per la risoluzione delle fasi di declino o crisi. Essi vengono definiti come¹⁹¹:

- Improvvisi, urgenti e decisi rapidamente;
- Sollecitati da contesti difficili in cui la sopravvivenza è messa in dubbio;
- Spesso sono radicali e potenzialmente traumatici;
- Ai soggetti coinvolti spesso sono richiesti impegni e sacrifici;
- Sono coordinati e disegnati per un obiettivo, generalmente espresso nel ritorno dell'impresa all'equilibrio, alla redditività e allo sviluppo.

La gestione dei processi di turnaround rappresenta, al giorno d'oggi, la sfida più importante per le imprese che stanno attraversando un periodo di crisi a causa della contrazione di risorse e performance; tuttavia, è bene precisare che le eventuali contromisure adottate possono rivelarsi inefficaci, dato che il loro risultato dipende da innumerevoli variabili quali le cause e la gravità del declino, l'attrattività del settore e l'atteggiamento degli *stakeholders*¹⁹².

¹⁸⁶ Whitney, 1987; Strang, 1998; Slatter e Lovett, 1999; Masciocchi, 2007.

¹⁸⁷ Krueger e Willard, 1991; Drucker, 1993 e 1994; Fredenberger e Bonnici, 1994; Bibeault, 1999; Pandit, 2000.

¹⁸⁸ Un ulteriore modo di distinguere gli approcci, secondo la letteratura, è suddividerli fra quantitativi e qualitativi.

¹⁸⁹ Enzo Peruffo, *Le strategie di Turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo* (Milano: McGraw-Hill Education, 2018).

¹⁹⁰ Guatri afferma: “il termine risanamento esprime solo in parte l'idea sottostante al turnaround”

¹⁹¹ Guatri (1995), *op. cit.*, p. 155.

¹⁹² John L. Thompson, *Strategic management* (Thompson learning, 2001).

4.2 Le principali strategie di turnaround

Il presente paragrafo illustra le principali strategie di turnaround adottabili dall'impresa per uscire dal percorso di declino/crisi intrapreso e ritornare al valore in tempi brevi.

Le modalità con le quali un'impresa può rilanciarsi sul mercato sono parecchie: la letteratura, nel corso degli anni, ha proposto un'ampia gamma di modelli anche molto diversi fra di loro. Tuttavia, si può affermare che i numerosi contributi dati dagli studiosi sul tema delle strategie implementabili presentano numerosi punti in comune: tutte le strategie di turnaround, infatti, sono potenzialmente classificabili in quattro diverse macrocategorie:

- 1) Strategie di *ristrutturazione*;
- 2) Strategie di *riconversione*;
- 3) Strategie di *riposizionamento (o ricentraggio)*;
- 4) Strategie di *ridimensionamento*.

L'elenco di cui sopra evidenzia le possibili scelte che l'imprenditore deve effettuare per poter garantire continuità al suo sistema aziendale ed evitare soluzioni estreme come la cessione d'azienda o il procedimento liquidatorio. Si tratta – come facilmente intuibile – di una decisione cruciale che richiede approfondita conoscenza della propria attività e, soprattutto, che dipende dalle cause alla base della crisi. È fondamentale sapere quali sono stati gli squilibri all'origine di una situazione difficoltosa, in modo che il management possa in seguito scegliere la strategia più coerente rispetto alle cause, in modo da effettuare correzioni mirate ed efficaci senza spreco di tempo e di risorse.

Nei paragrafi a seguire si effettuerà un'analisi delle strategie appena accennate, cercando di individuare per ciascuna i punti di forza e quelli di debolezza, i criteri di adozione e gli eventuali ostacoli su cui l'imprenditore potrebbe imbattersi.

4.2.1 Le strategie di ristrutturazione

Questa tipologia di strategia riveste senza alcun dubbio un ruolo centrale nella *corporate governance* aziendale per la loro capacità di superare le situazioni di crisi e rinnovare le opzioni di crescita dell'impresa¹⁹³. Essa, infatti, interviene in modo significativo sul portafoglio di business dell'impresa, cercando di massimizzare il valore creato dalla strategia.

L'intervento effettuato con la ristrutturazione è finalizzato a rendere l'impresa più attrattiva nel business in cui opera, puntando al miglioramento di quei processi aziendali in cui essa non risulta più performante come una volta (o in misura ridotta rispetto ai suoi *competitors* attuali). Nell'ambito delle strategie di *restructuring* a livello corporate possono essere ricondotte una pluralità di operazioni diverse. A tal proposito, Bowman e Singh (1993) affermano che è possibile includere “*la vendita di linee di prodotto o importanti acquisizioni, nonché il cambiamento del capitale aziendale attraverso il ricorso al debito e il cambiamento interno dell'organizzazione*”¹⁹⁴. Infatti, l'implementazione di una strategia di ristrutturazione può includere operazioni di M&A, processi di riorganizzazione finanziaria o della struttura aziendale.

Ristrutturazioni organizzative

- Modifica della struttura organizzativa
- Modifica dei sistemi e dei processi
- Downsizing della forza lavoro

Ristrutturazioni finanziarie

- Management buyout
- Leverage buyout
- Cessione di asset

Ristrutturazioni di portafoglio

- Disinvestimento
- M&A
- Dissoluzione

Figura 4.1: le dimensioni delle ristrutturazioni d'impresa - Fonte: Boccardelli, Fontana (2015)

¹⁹³ Franco Fontana e Paolo Boccardelli, *Corporate Strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita* (Milano: Hoepli, 2015), p. 161.

¹⁹⁴ Edward H. Bowman e Harbir Singh, «Corporate restructuring: Reconfiguring the firm», *Strategic Management Journal* 14, n. 1 (1993): p. 6.

Il fenomeno della ristrutturazione, come ben capibile dalla figura sopra, ha una natura multidimensionale: risulta pertanto più comodo – data la sua vastità – descrivere le operazioni che lo riguardano attraverso tre dimensioni¹⁹⁵.

1. Ristrutturazioni organizzative

Il management si pone l'obiettivo di modificare l'assetto nella sua totalità, mirando a incrementare l'efficienza aziendale tramite riorganizzazioni interne o *downsizing*¹⁹⁶. È un intervento piuttosto traumatico per l'intera organizzazione coinvolta, dato che gli strumenti con i quali si attua questo tipo di ristrutturazione prevedono generalmente licenziamenti e la riduzione del perimetro dell'impresa. La contrazione della sua dimensione è a sua volta finalizzata alla riduzione dei costi gestionali di struttura: la ridotta complessità dovrebbe – almeno in linea teorica – favorire la competitività imprenditoriale e riportare l'organizzazione a operare efficacemente.

Questa strategia porta inevitabilmente a mettere in discussione la componente aziendale delle risorse umane e, la maggior parte delle volte, i vertici aziendali: la sostituzione dei membri del c.d.a. o del Top Management Team si rende necessaria quando i risultati da esso prodotti sono stati tanto negativi da mettere a rischio la continuità e l'esistenza della stessa azienda¹⁹⁷. L'inadeguatezza dei membri *corporate* è ampiamente riconosciuta, tutt'oggi, come una dei motivi principali della crisi: studi basati su esperienze aziendali americane e anglosassoni hanno evidenziato che fra le cause interne che determinano l'insolvenza, essa si posiziona ai primi posti per la frequenza con cui avviene: 73%¹⁹⁸.

2. Ristrutturazioni finanziarie

Trattasi di interventi mirati sulla struttura finanziaria e patrimoniale dell'impresa con un duplice obiettivo. In primo luogo, il debito va ristrutturato per poter garantire la sopravvivenza aziendale; in secondo luogo, urge sistemare l'attivo patrimoniale e metterlo in condizione di produrre risultati soddisfacenti. Le ristrutturazioni finanziarie comprendono, oltre alle cessioni di asset, operazioni come il *leveraged buyout* e il *management buyout*. Nel primo caso, il LBO descrive un'operazione in cui un gruppo di investitori decide di acquisire una società target tramite la creazione di una società "veicolo"

¹⁹⁵ Matthias Brauer, «What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda», *Journal of Management* 32, n. 6 (2006): pp. 751–85.

¹⁹⁶ Nel gergo economico si intende la ristrutturazione dell'azienda tramite la riduzione del personale.

¹⁹⁷ Robert E. Hoskisson, Richard A. Johnson, e Douglas D. Moesel, «Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance», *Academy of Management journal* 37, n. 5 (1994): pp. 1207–51.

¹⁹⁸ «Quali sono le cause di una crisi aziendale?», Entriage, s.d., <https://www.entriage.com/cause-della-crisi-aziendale/>.

(*NewCo*) nella quale affluiscono le risorse finanziarie dell'offerente: equity e indebitamento (capitale e leveraged). Il debito contratto viene poi ripagato o con i flussi di cassa generati dalla società acquisita o vendendo rami dell'azienda o asset non strategici. Una condizione essenziale è che la società target sia caratterizzata da un basso grado di leva finanziaria e da un'alta capacità di produrre cash flow, proprio perché la nuova società – nata appunto dall'incorporazione – dovrà essere in grado di ripagare i debiti oggetto dell'acquisizione. Si tratta di un'operazione che, pur essendo molto rischiosa, può potenzialmente condurre un'impresa in crisi ad una situazione migliore dato che il debito viene ripagato dalla società acquisita¹⁹⁹. L'attenzione e la preparazione necessari prima di procedere devono però essere alte: il livello di indebitamento non è direttamente correlato all'andamento organico della società e richiede per forza un piano di sviluppo fortemente accrescitivo dei risultati aziendali o di una struttura di rimborso che culmini nel rifinanziamento del debito stesso o nella cessione dell'impresa target²⁰⁰.

Fra le altre possibilità di ristrutturazione finanziaria a disposizione del management, si segnalano le ricapitalizzazioni, il riacquisto delle azioni proprie e le operazioni di *equity carve-out*, ossia il distacco da un'impresa (o da un gruppo) di un ramo, una divisione o una società²⁰¹.

3. Ristrutturazioni di portafoglio

Le ristrutturazioni di portafoglio sono correlate alle scelte di diversificazione e richiedono generalmente una ridefinizione del portafoglio di business e una rifocalizzazione sulle attività core. L'attività di ristrutturazione di questo tipo viene attuata dall'impresa in una situazione di crisi per favorire la crescita e il miglioramento delle sue performance attraverso nuove direzioni di sviluppo, dismettendo le linee di prodotto o uscendo dai settori che non sono più in grado di assicurare un futuro profittevole²⁰².

Per ritornare a concentrarsi sul business principale, l'azienda può attuare operazioni di M&A, dissoluzione o disinvestimento, attraverso la vendita o lo spin-off di linee di business.

¹⁹⁹ Come deducibile, si tratta di un'operazione con una componente di rischio piuttosto elevata. Fino al 2003, leveraged buy-out non era consentito in base all'articolo 2358 del Codice civile che proibiva di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di proprie azioni. Tale ostacolo è stato poi superato dalla riforma del diritto societario, la quale ha imposto importanti adempimenti come, appunto, un piano finanziario e una relazione degli esperti che ne attestino la ragionevolezza.

²⁰⁰ Luca Francesco Franceschi e Andrea Stefano Bonaventura, *Leveraged Buy-Out e Crisi d'Impresa: profili economico aziendali* (EDUCatt, 2018).

²⁰¹ Guidalberto Gagliardi, «Disinvestire attraverso il carve-out», *Amministrazione & Finanza* 7 (2017): pp. 76–82.

²⁰² Enzo Peruffo, Alessandra Perri, e Sara Gentili, «Verso una cultura del disinvestimento: efficienza, superiorità e conformità», *Verso una cultura del disinvestimento: efficienza, superiorità e conformità*, 2013, pp. 40–67.

Nell'ambito delle strategie di *corporate restructuring*, il disinvestimento rappresenta sicuramente la soluzione che più di tutte influenza la struttura proprietaria; a tal proposito, si possono riconoscere due tipologie di operazioni:

- Disinvestimento di asset (parziale o totale);
- Disinvestimento di business.

La prima tipologia riguarda la cessione di asset fisici e/o risorse organizzative, così come la chiusura di stabilimenti. La seconda impatta di più sull'impresa, dato che consiste nell'alterazione del portafoglio mediante la cessione di una *business unit* o di una linea di prodotto. I riferimenti bibliografici sulle politiche di disinvestimento sono tantissimi e non verranno approfonditi nel presente elaborato; ci si limita solo ad osservare che esso viene visto come la soluzione immediata a problemi finanziari o reddituali, nonché lo strumento per giungere più velocemente possibile ad un miglioramento dell'efficienza nell'allocazione interna del capitale. Baccarani e Brunetti (1997) evidenziano le principali ragioni che portano un'impresa a disinvestire in ordine d'urgenza²⁰³:

- a. Crisi aziendale;
- b. Sopravvenuta carenza di risorse;
- c. Redditività aziendale e dinamica settoriale;
- d. Mutamenti della strategia aziendale.

La tendenza a considerare il disinvestimento come uno strumento per recuperare l'efficienza è ormai pratica consolidata nella letteratura.

È possibile definire diverse categorie di disinvestimento; un utile schematizzazione – nota come matrice dei disinvestimenti – ne individua quattro. Il *duty – bound divestiture* costituisce la categoria in cui la ragione principale va ricercata nel contesto internazionale e a fenomeni di isomorfismo²⁰⁴; il *breakthrough* persegue l'ottimizzazione del portafoglio di competenze aziendali per conseguire un vantaggio competitivo; l'*efficient divestiture* sono operazioni mosse solamente da considerazioni di efficienza, in cui scarsi risultati reddituali e difficoltà finanziarie rappresentano il driver principe della realizzazione di questo tipo di disinvestimento; l'*all-in divestiture* comprende tutte le operazioni che perseguono la superiorità aziendale e l'efficientamento della gestione della stessa. È utile, in tal senso, rappresentare un modello per l'interpretazione dei processi di disinvestimento:

²⁰³ G. Baccarani e E. Brunetti, «Le scelte strategiche di disinvestimento», in *Economia e finanza aziendale. Scritti in onore di Edoardo Ardemani* (Milano: Giuffrè Editore, 1997), pp. 1–32.

²⁰⁴ L'azienda si conforma a situazioni di contesto derivanti da obblighi normativi.

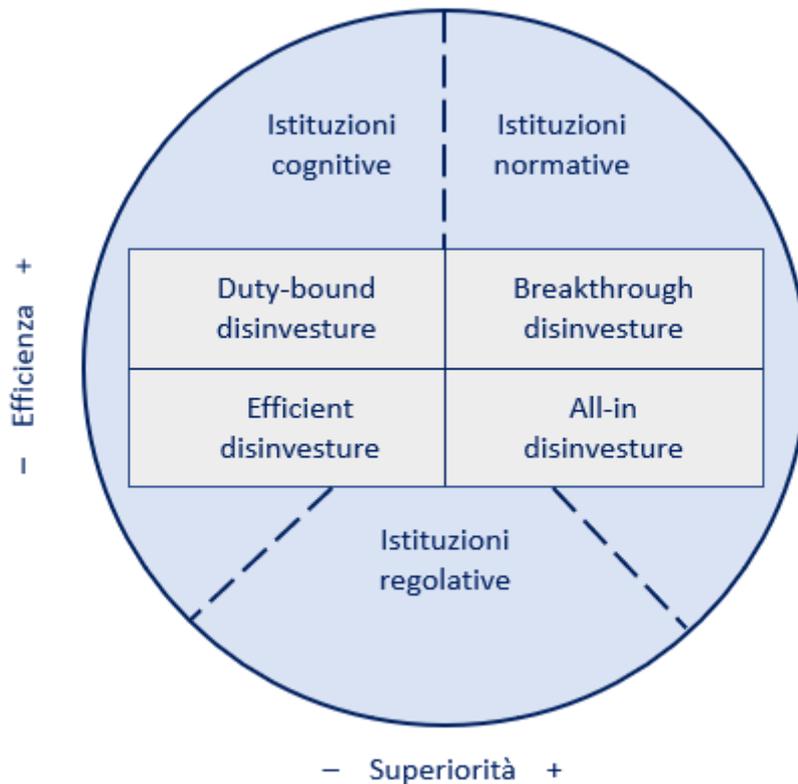


Figura 4.2: la matrice dei disinvestimenti - Fonte: *Boccardelli, Fontana (2015)*

In definitiva, questa strategia è raccomandabile quando l'azienda ha una disponibilità limitata di risorse dovuta ad un difficile accesso al capitale e si trova in una condizione di generale inferiorità rispetto ai concorrenti. Il risultato principale che l'impresa può ottenere da questo tipo di strategie è, chiaramente, il miglioramento della sua cosiddetta efficienza globale, che si traduce in un miglioramento della produttività degli input, tra cui anche della forza lavoro, nella razionalizzazione della gestione delle scorte, nella possibilità di un eventuale ridimensionamento della linea di prodotti con l'eliminazione di quelli che non portano risultati economici positivi e il possibile miglioramento della propria capacità competitiva, derivante dalla riduzione dei costi complessivi sostenuti.

La strategia di ristrutturazione – come tutte – presenta degli inevitabili punti deboli. L'inerzia manageriale, così come una politica di taglio dei costi eccessiva²⁰⁵, può infatti portare al risultato completamente opposto: le problematiche potrebbero infatti non essere state risolte e addirittura potrebbero riacutizzarsi, determinando un probabile dissesto dell'impresa.

²⁰⁵ Si prenda ad esempio un taglio dei costi di marketing. In una politica di rifocalizzazione, in cui il brand necessita di essere riconosciuto, una diminuzione eccessiva delle spese può portare a risultati completamente all'opposto di quelli voluti.

4.2.2 Le strategie di riconversione

Fra le cause sottostanti ad una strategia di riconversione, molte hanno a che fare con la crisi d'impresa. Vale la pena ricordare²⁰⁶:

- Il declino del business, legata a fattori come l'obsolescenza dei macchinari di cui dispongono tutti i *players* all'interno di quel settore;
- La scarsa propensione all'innovazione: l'impresa preferisce non stravolgere il proprio business e quindi operare in settori meno dinamici e/o più stabili;
- L'incapacità di contrastare i concorrenti, con conseguente perdita di quote di mercato;
- La sopravvenuta difficoltà di approvvigionamento aggravata dall'impossibilità di integrazione verticale a monte.

Attraverso le strategie di riconversione l'impresa cerca un nuovo mercato e/o settore in cui posizionarsi: il risultato auspicabile da conseguire è quello di creare sinergie²⁰⁷ dal mix prescelto riducendo contemporaneamente il fabbisogno di capitale. Essa andrebbe adottata nei casi in cui la crisi è stata provocata dalla presenza dell'azienda in settori strutturalmente in declino o in settori che necessitano di continue e radicali innovazioni, di cui l'apparato imprenditoriale è strutturalmente carente²⁰⁸.

La maggior parte delle volte questa strategia viene implementata attraverso la vendita o la dismissione di vecchie linee di prodotto (generalmente costose e non più redditizie) e la loro sostituzione con una nuova linea produttiva vicina a quella precedente almeno da un punto di vista tecnologico.

La vendita delle linee produttive significa – da un lato – rinunciare a produrre un determinato bene, ma dall'altro porta benefici in termini immediati: la loro cessione a favore di nuove linee connesse tecnologicamente a quelle precedentemente adottate favorisce l'immissione di liquidità nell'azienda, consentendo una riduzione del debito e degli oneri connessi e garantendo l'autofinanziamento dei nuovi investimenti.

²⁰⁶ Maurizio Rispoli, a c. di, *L'impresa industriale: economia, tecnologia, management* (Bologna: Il mulino, 1989), p. 794.

²⁰⁷ In termini generali, si possono riconoscere 4 diversi tipi di sinergia: di mercato, efficienza operativa, finanziarie e di "altro tipo". Un ulteriore criterio di inquadramento è quello che le suddivide fra sinergie divisibili e indivisibili (cfr. Luigi Guatri, *La teoria di creazione del valore: una via europea* (Egea, 1991), p. 76.)

²⁰⁸ Un'altra causa che porta alla riconversione risiede nell'intervento della Pubblica Amministrazione o nelle limitazioni di carattere normativo (es. antitrust) che ostacolano l'ingresso o lo sviluppo in un determinato business.

La vicinanza al settore di provenienza determina senza alcun dubbio un investimento più contenuto e meno pericoloso rispetto alle strategie di ristrutturazione, in quanto l'impresa riutilizza tutte le risorse liberate dalla dismissione, sia quelle finanziarie, sia quelle che col tempo sono diventate competenze distintive. Ad esempio, consente all'azienda di sfruttare il *know-how* interno e il fattore "esperienza" nel processo di elaborazione di prodotti che, ad ogni modo, sono connessi tecnologicamente a quelli che l'azienda vendeva ma che presentano un grado di novità e attrattività maggiore²⁰⁹.

La riconversione non è esente da rischi. Per fare in modo che essa sia efficace, il management deve accuratamente predisporre un piano di marketing capace di valorizzare il nuovo posizionamento, incentivando la visibilità e la reputazione aziendale. A questo deve essere accompagnato anche una scrupolosa ridefinizione della politica di *costing*: nel caso in cui si utilizzino le linee produttive precedenti, l'errore più grosso da commettere è pensare che i nuovi prodotti possano essere allocati nei centri produttivi con lo stesso criterio.

Qualora la strategia avesse successo, l'azienda genererebbe una nuova linea di prodotti, collegata tecnologicamente e possibilmente anche dal punto di vista del mercato con la precedente. L'ostacolo più comune alla sua adozione è rappresentato dalla resistenza alle modifiche interne da parte dei dipendenti ai diversi livelli gerarchici.

²⁰⁹ Michelle Bonera, «La gestione strategica a livello di corporate», in *L'impresa - Economia e gestione* (Torino: G. Giappichelli, 2006), pp. 265–303.

4.2.3 Le strategie di riposizionamento (o ricentraggio)

È necessario adottare una strategia di questo tipo quando alcune aree strategiche d'affari dell'impresa sono strutturalmente in crisi, quando le competenze sono disperse in business troppo diversi e le risorse finanziarie sono distribuite in modo sfavorevole rispetto ai business core.

La strategia di riposizionamento consiste nella dismissione completa delle attività che non sono più in grado di generare valore per l'azienda e creano solamente difficoltà e perdite di varia natura. Essa si traduce in una rifocalizzazione sul *business core* aziendale in termini di prodotti offerti²¹⁰ e di clienti serviti: l'azienda quindi decide di servire, ad esempio, solo clienti richiedenti prodotti di altissima qualità, oppure concentrarsi su uno o pochi prodotti (o anche su parti di prodotti complessi). Un'altra soluzione molto gettonata è quella di servire i prodotti su un'area geografica molto limitata, mettendo quindi a fuoco politiche e servizi atti a soddisfare in maniera migliore le esigenze della clientela²¹¹.

L'impresa che vuole uscire dalla crisi può utilizzare questa strategia sfruttando anche il particolare comportamento dei costi in alcuni segmenti; di contro, tuttavia, non tutti i segmenti sono idonei allo sviluppo di una strategia di ricentraggio. Esso, infatti, deve presentare alcune peculiarità che lo rendano profondamente diverso dal settore in cui l'impresa usava operare: molto spesso le aziende in crisi inserite in un contesto competitivo più ampio, credendo di risolvere i loro problemi inserendosi in uno più piccolo, non riescono a intercettare i bisogni del pubblico o a rimodulare la propria struttura di costi, che rimane sproporzionata, rigida ed eccessiva²¹².

Inoltre, il segmento deve essere strutturalmente attrattivo, nel senso che deve presentare delle condizioni favorevoli dal punto di vista delle forze concorrenziali²¹³. L'impresa deve pertanto prestare molta attenzione ai criteri di segmentazione degli altri operatori e valutare le specificità del segmento selezionato, per scongiurare (e possibilmente non riacutizzare) un declino iniziato in una fase in cui operava in più ambiti.

Dalla fine degli anni '80 si è assistito, soprattutto in U.S.A., ad uno smembramento delle conglomerati e ad una riallocazione delle risorse così liberate nelle attività core. Tali processi

²¹⁰ Alla contestuale dismissione di quelle linee di prodotto che non servono più all'impresa si accompagna, tramite i ricavi della vendita di quest'ultime, un rafforzamento di quelle preesistenti che sono rimaste all'interno degli asset aziendali.

²¹¹ Bertoli (2006), *op. cit.*, p. 229.

²¹² Giuseppe Bertoli, «Le strategie di base», in *Le parole dell'impresa*, a c. di Lorenzo Caselli (Milano: Franco Angeli, 1995).

²¹³ A titolo esemplificativo, possono essere: sufficienti barriere all'entrata, debole minaccia di prodotti sostitutivi e mancanza di eccessiva pressione competitiva da parte dei rivali nello stesso ambito.

di ridimensionamento sono una naturale conseguenza delle strategie di diversificazione troppo spinta degli anni precedenti, che avevano portato all'insorgere di diseconomie di coordinamento, ad effetti distorsivi nel meccanismo allocativo delle risorse, alla non riproducibilità, in tutti gli *asset*, delle competenze distintive e, al limite, al fallimento del business complessivo.

Tra il 1988 ed il 1996, le grandi imprese internazionali dei settori delle telecomunicazioni, dell'informatica e dell'elettronica hanno posto in essere strategie di ricentraggio attraverso i processi riepilogati nella tabella sottostante:

Tabella 4.1: i processi di ricentraggio delle principali aziende internazionali

| <i>Azienda e anno</i> | <i>Settore</i> | <i>Tipologia di processo</i> | <i>Azioni implementate</i> |
|-----------------------|--|--|--|
| Unilever (1991) | Alimentazione e bevande, prodotti per l'igiene e per la casa | Spin off | Cessione dell'attività <i>packaging</i> attuata con ex dipendenti dell'area logistica |
| Kodak (1993) | Pellicole cinematografiche, fotografia e stampa | Break-up | Cessione della sua divisione di chimica per ridurre la massa dei debiti accumulata negli ultimi anni e per concentrarsi sulle attività strategiche del settore video-fotografico |
| AT&T (1993) | Telecomunicazioni e servizi internet | Break-up | Cessione delle tre più grandi divisioni, completando la disintegrazione del settore informatico nel 1996 |
| ICI e Dupont (1992) | Chimica, sicurezza e trasporti | Specializzazione incrociata e asset swap | La Dupont cede il business degli acrilici alla ICI, mentre l'ICI cede il business del nylon. Questo ha permesso alle aziende di concentrarsi sul settore <i>core</i> , anche da un punto di vista geografico |

Fonte: *elaborazione propria*

4.2.4 Le strategie di ridimensionamento

Le strategie di ridimensionamento rappresentano l'ultima spiaggia per il management, ossia la soluzione da adottare quando il declino è già ben avviato e risulta palese che la sopravvivenza dell'impresa è l'unico obiettivo concretamente raggiungibile. La capacità

produttiva, al contrario delle casistiche analizzate precedentemente, viene semplicemente contratta o dismessa in maniera significativa, senza effettuare nuovi investimenti in linee di prodotto o aree geografiche. Un'altra soluzione praticabile è la completa esternalizzazione di alcune aree di produzione, la cui struttura ha costi elevati e non genera ricavi sufficienti a generare profitto. Si tratta, come si evince, di risposte piuttosto traumatiche alla crisi aziendale, finalizzate alla riduzione del rapporto costi/ricavi e alla generazione di un cash-flow positivo utile a saldare la propria esposizione debitoria. Non è un caso, infatti, che tale strategia viene implementata abitualmente quando l'impresa presenta dimensioni tali da generare diseconomie di scala.

Esse esprimono il fenomeno per cui, oltre una certa soglia dimensionale²¹⁴, la curva dei costi unitari medi (per unità di input) cresce in funzione della quantità. Si tratta di una situazione di inefficienza derivante dall'eccessiva dimensione raggiunta, in cui non si verificano più quelle riduzioni di costo unitario associate all'aumento della dimensione di un flusso di produzione o di vendita²¹⁵.

Le modalità di snellimento aziendale sono molteplici e variano dai disinvestimenti al taglio del personale. Esse sono soluzioni già attuabili nelle altre strategie di turnaround, ma con la differenza sostanziale che – in questo caso – vengono applicate contemporaneamente, perché solo una loro azione congiunta può consentire all'impresa di limitare quanto più possibile i danni arrecati dalla crisi²¹⁶.

²¹⁴ Può essere definito come la “dimensione ottima minima”.

²¹⁵ Michael E. Porter, *Creating and sustaining superior performance* (New York: Free Press, 1985).

²¹⁶ Tullio Tesorio, «Crisi di impresa e strategie di turnaround» (LUISS Guido Carli, 2019), pp. 81–82.

4.2.5 Le strategie di turnaround: i modelli proposti in letteratura

Le 4 strategie di turnaround appena proposte riassumono efficacemente i punti in comune dei lavori svolti dai vari studiosi in merito alla ristrutturazione d'impresa. Chiaramente, nella loro disamina manca un qual certo grado di approfondimento: lo scopo di questo paragrafo è illustrare, in maniera molto sintetica, gli apporti della letteratura italiana ed internazionale su questo argomento.

Prendendo spunto dall'elenco di cui sopra, Gilardoni (1999) suddivide le modalità di cambiamento a cui va incontro l'impresa in crisi in tre diverse categorie²¹⁷:

1. *Cambiamento transizionale*: le azioni che rientrano in questa categoria hanno l'obiettivo di migliorare i risultati economico – finanziari nel breve periodo. Tale tipologia di cambiamenti portano ad azioni di risanamento.
2. *Cambiamento evolutivo*: consiste nell'insieme di interventi rivolti a rendere più efficienti le attività aziendali, agendo sulla struttura organizzativa. Un cambiamento di questo tipo conduce generalmente ad interventi di ristrutturazione aziendale di cui al §4.2.1.
3. *Cambiamento trasformativo*: consente di portare a termine l'operazione di turnaround, essendo caratterizzato da una brusca rottura con il passato aziendale e la ridefinizione delle caratteristiche organizzative, finanziarie e strategiche.

Riguardo alle strategie di turnaround da adottare, la letteratura straniera propone l'interessante contributo di O'Neill (1986), il quale afferma che esistono 4 diverse possibili strategie potenzialmente utilizzabili, il cui impiego varia a seconda della posizione competitiva dell'impresa in declino in funzione del ciclo di vita del prodotto²¹⁸. Tali strategie sono²¹⁹:

1. *Strategia di management*: implica la sostituzione dei capi dell'impresa e la ricostruzione del rapporto con gli *stakeholders*;
2. *Strategia di cutback*: l'obiettivo è ridurre i costi e le aree in perdita; in casi estremi si traduce nella dismissione di asset, divisioni e funzioni di business non performanti.
3. *Strategia di growth*: l'azienda scommette sulle politiche di marketing e sull'entrata in nuovi settori;

²¹⁷ Andrea Gilardoni, *Cambiamento, ristrutturazione e sviluppo dell'impresa* (Milano: Egea, 1999).

²¹⁸ La posizione competitiva può essere debole, media o forte; il ciclo di vita del prodotto può essere nella fase dello sviluppo, maturità o declino.

²¹⁹ O'Neill (1986), *op. cit.*

4. *Strategia di restructuring*: tende a cercare nuovi strumenti per la gestione aziendale. Si punta all'innovazione di processo e alla ricerca di nuovi canali distributivi, nonché alla riorganizzazione della struttura.

Un altro modo che le aziende hanno di valutare quale possa essere la *best solution* adottabile è fare riferimento alla matrice di Hunger, Flynn e Wheelen, proposta dagli autori nel 1995²²⁰. Il percorso per capire la miglior strategia utilizzabile procede per gradi: prima di tutto, l'azienda deve effettuare un'analisi SWOT²²¹ per comprendere i propri pregi e limiti; successivamente individua sia la propria posizione competitiva all'interno del mercato, sia il suo grado di attrattività nello stesso. In base a queste due variabili (appunto posizione competitiva dell'impresa ed attrattività del settore), si giunge ad una matrice a nove celle, ognuna delle quali corrisponde ad una strategia perseguibile:

Tabella 4.2: le possibili strategie in base all'attrattività settoriale e alla posizione competitiva

| Modello di Hunger et al. | <i>Posizione competitiva nel business</i> | | | |
|---------------------------------|---|---|---|--|
| | | Forte | Media | Debole |
| <i>Attrattività del settore</i> | Forte | Sviluppo Integrazione verticale | Sviluppo Integrazione orizzontale | Contrazione Turnaround |
| | Media | Stabilità Attesa da una buona posizione | Stabilità/sviluppo Da posizione debole o integrazione orizzontale | Contrazione Disinvestimento o mietitura ²²² |
| | Debole | Sviluppo Diversificazione concentrica | Sviluppo Diversificazione conglomerata | Contrazione Fallimento o liquidazione |

Fonte: *Hunger et al. (1995)*

Le strategie possono essere raggruppate in tre categorie: strategie di sviluppo, di stabilità e di contrazione. È in quest'ultima categoria che rientrano le strategie di turnaround, che

²²⁰ J. David Hunger et al., *Strategic management and business policy* (Boston: Pearson, 1995).

²²¹ Acronimo delle quattro parole inglesi *Strengths*, *Weaknesses*, *Opportunities*, *Threats* (punti di forza, debolezze, opportunità e minacce). Si tratta di uno strumento sviluppato alla fine degli anni '60 e che afferma che le alternative strategiche sottoposte all'azienda dovrebbero essere valutate secondo questi criteri.

²²² Pratica aziendale che mira a raccogliere il più possibile quanto "seminato", non investendo più e riducendo al minimo i costi.

secondo il modello sono le più appropriate per un'impresa caratterizzata da una posizione competitiva debole in un settore ad alta attrattività.

Il lavoro di Hunger et al. era stato similmente formulato qualche anno prima da Slatter (1984), il quale partì dal concetto di “recupero” per definire i possibili esiti a cui può andare incontro l'impresa in seguito all'adozione di un cambiamento strategico²²³.

Il recupero e la sua concreta probabilità di realizzarsi dipendono fortemente dalla sua posizione competitiva all'interno di un settore in declino o meno; la probabilità aumenta se le cause del calo della performance vengono arginate o rimosse, se il settore mantiene la propria attrattività e se l'impresa riesce a creare o rafforzare i driver del proprio vantaggio competitivo. L'autore, a tal proposito, traccia quattro esiti possibili:

1. *Non recuperabile*: è chiaramente il risultato peggiore, in cui la società può fare a meno di implementare strategie di turnaround perché la crisi è ben avviata e praticamente irrisolvibile. L'impresa soffre di svantaggi a livello di costi o di accesso a risorse finanziarie in un settore poco competitivo in cui la stessa, contestualmente, ha poca attrattività presso il pubblico.
2. *Recupero temporaneo*: l'impresa gode della cosiddetta “boccata d'ossigeno” grazie a nuove marginalità più competitive²²⁴, nonché all'uscita dal business di un *player* con molte quote di mercato. Generalmente, tuttavia, questa situazione si verifica in un settore in declino: le contromisure hanno un'efficacia temporanea e non in grado di supportare la creazione di un cash-flow positivo per molto tempo²²⁵.
3. *Sopravvivenza sostenibile*: il turnaround ha un successo effimero: sono state sì scongiurate le cause della crisi, ma l'impresa non ha prospettive di sviluppo concrete. Si delineano sì un aumento dei profitti, ma non oltre un certo livello in rapporto al capitale investito in termini soprattutto di ROS e ROA.
4. *Recupero consolidato*: il turnaround ha avuto molto successo, grazie a politiche di rilancio in varie aree della gestione aziendale (costi, marketing, riposizionamento

²²³ Stuart Slatter, *Corporate recovery* (Londra: Penguin Group, 1984).

²²⁴ Derivante da un incremento dei prezzi (un esempio attuale: tutte quelle aziende che commerciano materie prime) o da una riduzione dei costi settoriali.

²²⁵ Un aumento dei prezzi, che in un primo momento può permettere il recupero di un segmento di clientela, non sortirà comunque effetti rilevanti nel lungo periodo, perché dopo un primo lasso di tempo, ci sarà da parte dei consumatori la tendenza a passare alla concorrenza. Infine, anche un drastico taglio dei costi ha un effetto temporaneo, perché nonostante abbia un grande effetto benefico sulla situazione del conto economico dell'impresa, questa pratica non può essere ripetuta negli esercizi successivi, riportando l'impresa alla situazione di difficoltà iniziale.

competitivo). È un risultato conseguibile prevalentemente in settori in crescita²²⁶ ed è il migliore a cui auspicare.

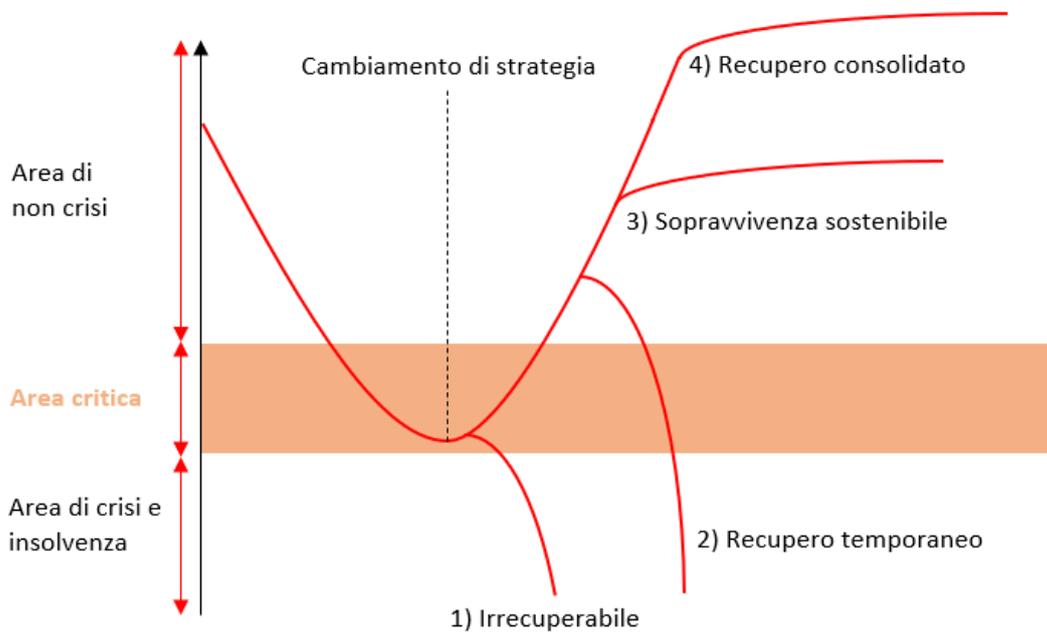


Figura 4.3: i possibili esiti derivanti da una strategia di turnaround - Fonte: *Slatter (1984)*

Ai giorni nostri, i più recenti studi affondano le proprie radici sull'influente lavoro di Pearce e Robbins (1992), il cui modello a due stadi sottolinea l'importanza delle azioni operative (cd. di *retrenchment*) e di quelle strategiche (cd. di *recovery*), per far fronte ad una situazione di declino e riportare a livelli soddisfacenti la performance aziendale²²⁷.

Le prime rappresentano tutte le azioni implementate per realizzare riduzioni di costo, e possono prevedere anche la dismissione di asset per il recupero di efficienza. Le azioni strategiche, al contrario, riguardano tutte le iniziative realizzate per ottimizzare la struttura strategica dell'impresa, ridefinendone le strategie competitive e i modelli di business. Si tratta dunque un modello di strategie di turnaround deterministico, in cui il rilievo delle azioni strategiche e operative è fortemente legato alle cause del declino. Le situazioni di difficoltà derivanti da inefficienze possono essere risolte con azioni operative per recuperare l'equilibrio economico – finanziario dell'impresa; quando invece il declino è imputabile ad un mancato allineamento fra le strategie e l'ambiente competitivo, le strategie di turnaround devono basarsi esclusivamente su decisioni strategiche per il ripristino dell'equilibrio.

²²⁶ Dato che il settore non era in difficoltà e/o poco attrattivo, tendenzialmente la crisi è stata provocata da errori manageriali più che da dinamiche economico – finanziarie.

²²⁷ D. Keith Robbins e John A. Pearce, «Turnaround: Retrenchment and recovery», *Strategic management journal* 13, n. 4 (1992): pp. 287–309.

4.3 Le fasi del turnaround

Una volta che il management e i consulenti di cui esso si avvale hanno accertato e riconosciuto le cause all'origine della crisi d'impresa, essi devono implementare le corrette strategie di turnaround per risollevare l'azienda dalla situazione pericolosa in cui si trova.

La letteratura italiana ed estera è – in via generale – concorde a rappresentare il processo di *corporate turnaround* attraverso l'adozione di modelli sequenziali, in cui l'analisi viene condotta attraverso lo studio delle fasi che lo compongono. L'idea principale è che l'output di una determinata fase funga da input per quella successiva, rappresentando, di conseguenza, la possibilità di assegnare ad ognuna di esse le attività che la contraddistinguono.

Nel presente paragrafo saranno illustrati i modelli principali elaborati dagli autori nel corso degli ultimi 40 anni di studio; anche in questo caso, una disamina esaustiva è pressoché impossibile data l'elevata quantità di contributi in materia. Verranno quindi presentati i tre lavori più influenti e interessanti.

4.3.1 Il modello a “fasi distinte” di Bibeault (1982)

Proposto nel 1982²²⁸, l'opera rappresenta uno dei primi studi moderni sul *corporate turnaround*, il cui fondamentale contributo è confermato dal fatto che numerosissime opere postume contengono nei rispettivi riferimenti bibliografici il libro dell'autore.

Il modello a “fasi distinte” sviluppato ed analizzato da Bibeault prevede cinque fasi principali – ben identificabili²²⁹ le une con le altre – la cui intensità varia a seconda del grado di declino a cui è sottoposta l'azienda. Esse sono:

1. *The management change stage*

A seguito della presa di coscienza di dover affrontare un processo di turnaround, si procede alla sostituzione del top management, ormai privo di credibilità nei confronti dell'intera organizzazione. La scelta del leader può avvenire sia internamente sia esternamente all'azienda: entrambe le opzioni presentano i loro vantaggi. Nel primo caso, la conoscenza delle dinamiche interne, nel secondo è verosimile una “scossa” ad un ambiente che necessita di un cambiamento positivo.

²²⁸ Nel presente elaborato è stato utilizzato il riferimento bibliografico del 1999. Esso è una copia fedele del lavoro del 1982, pertanto si evita di riportare la citazione in quanto sarebbe un doppione.

²²⁹ È lo stesso autore che afferma che, pur essendo visibilmente distinte, esse possono anche svolgersi simultaneamente.

2. *The evaluation stage*

In questa fase è obbligatorio capire in che stato versa l'organizzazione (e dove vanno concentrati i maggiori sforzi) e studiare un piano d'azione. L'azienda può trovarsi in una condizione di *survival*, ossia in cui l'impresa va salvata assolutamente; *continuing losses*, a fronte di perdite costanti vanno implementate azioni per fermare il declino; *declining business position*, dove l'azienda sta perdendo i fattori di vantaggio competitivo pur conseguendo risultati accettabili dal punto di vista del profitto.

3. *The emergency stage*

Nella fase di emergenza è necessario approntare una serie di azioni per garantire la sopravvivenza dell'azienda. Gli aspetti decisivi, in questo momento, riguardano la liquidità aziendale e – nello specifico – i flussi di cassa: essi rappresentano il fattore principale che influenza la possibilità di perseguire o meno gli obiettivi che ci si pone. Può risultare opportuno anche la cessione di alcuni cespiti non strategici per finanziare la crescita od ottenere liquidità per il pagamento dei debiti. In questa fase, la chiave del successo è il tempismo: ci si gioca la sopravvivenza dell'impresa per le fasi successive.

4. *The stabilization stage*

La fase di stabilizzazione ha l'obiettivo di eliminare le perdite per offrire, in seguito, un adeguato ritorno rispetto ai capitali investiti. L'aumento del profitto assume quindi primaria importanza, seguito dal monitoraggio e consolidamento del flusso di cassa oltre dall'aumento dei volumi di vendita. Vanno necessariamente considerate le attività generanti valore oltre gli aspetti strettamente correlati coi flussi di cassa, nonché migliorare l'efficienza operativa. Da parte del management è necessario che vi sia un forte orientamento al mercato e verso gli utenti che lo formano, in modo da percepire e cogliere ciò che è richiesto all'azienda. Se si riesce ad effettuare correttamente questo sforzo, si faciliterà il processo di riposizionamento di cui al §4.2.4.

5. *The return-to-normal-growth stage*

La crescita deve essere supportata attraverso nuove politiche di marketing e l'aumento costante del fatturato: sono pertanto necessari nuovi investimenti che garantiscano una solida base per una crescita futura sostenibile. Il conseguimento di quest'ultimo obiettivo termina il lavoro del *turnaround manager*.

Bibeault (1999) propone all'interno delle ultime tre fasi del modello una disamina più accurata di cinque aspetti che le caratterizzano:

- Attività/cespiti dell'azienda;

- Aspetti finanziari;
- Aspetti operativi;
- Aspetti strategici (marketing);
- Aspetti riguardanti la forza lavoro.

L'autore si focalizza soprattutto sulle attività riguardanti gli aspetti finanziari, operativi e di marketing²³⁰. Per ciascuno di essi, Bibeault espone gli aspetti principali da considerare in ogni singola fase, gli obiettivi che è necessario porsi e gli strumenti per perseguirli.

Il modello appena proposto, pionieristico nell'elaborazione e fondamentale per i lavori che gli sono succeduti, presenta alcuni limiti intrinseci. Le principali critiche riguardano la generalità che lo caratterizza²³¹: “(...) *i modelli sequenziali non entrano veramente nel merito dei problemi, indicano il cosa fare più che il come*”²³². È evidente che in un qualsiasi processo, a maggior ragione in quello di corporate turnaround caratterizzato da un'elevata complessità, siano presenti delle interazioni tra le varie fasi ed attività. Tutti questi aspetti non sono messi in luce da un modello sequenziale/a “fasi distinte” che, anzi, focalizzandosi nell'individuazione di singole fasi ben delineabili, presenta delle caratteristiche di eccessiva rigidità. Il modello a “fasi distinte”, inoltre, non evidenzia la sovrapposizione delle singole attività che possono nascere e svilupparsi anche nel corso di più fasi. In tal senso, è preferibile lo studio del *corporate turnaround* attraverso modelli dinamici non lineari, in quanto più capaci di rappresentare le interazioni interfasiche, nonché la loro forza e la loro direzione²³³.

4.3.2 Il modello a due fasi di Pearce e Robbins (1993)

Si tratta del modello su cui si basano le teorie moderne sul turnaround. Come si è già avuto modo di dire nel §4.2.5, secondo gli autori il processo di implementazione si struttura in due macrofasi: *ristrutturazione* e *sviluppo*²³⁴. Fra questi due stadi, è possibile individuare il cosiddetto *decision point*, ossia un momento in cui l'impresa, dopo aver fermato il percorso

²³⁰ Ognuna delle ultime tre fasi segue un ordine diverso di priorità.

²³¹ E che in via generale, riguarda tutti i modelli sequenziali.

²³² Giorgio Gottardi, *Gestione dell'innovazione e dei progetti: affrontare l'incertezza nella strategia tecnologica: teorie, modelli, tecniche* (Padova: CEDAM, 2006), p. 108.

²³³ Andrew H. Van de Ven e Marshall Scott Poole, «Explaining development and change in organizations», *Academy of management review* 20, n. 3 (1995): pp. 510–40.

²³⁴ Robbins, Pearce (1993), *op. cit.*

di declino, deve decidere se proseguire sulla strada delle strategie precedentemente implementate oppure adottarne di nuove, enfatizzando la nuova crescita.

Il lavoro svolto non è stato esclusivamente teorico, ma ha una base empirica a cui si è appoggiato: Robbins e Pearce hanno condotto nel 1992 un'analisi econometrica su un campione di 32 aziende appartenenti al settore tessile in un arco temporale di 10 anni.

La strategia di ristrutturazione (c.d. *retrenchment*) pone come scopo principale la sopravvivenza aziendale nel breve termine, attraverso la stabilizzazione delle performance negative, e il conseguimento di cash-flow positivi per il pagamento del debito. Tale fase è prevalentemente incentrata sulla correzione delle inefficienze gestionali, sullo snellimento degli assetti operativi e organizzativi ed il cambiamento della combinazione produttiva, per allinearla ai nuovi obiettivi gestionali.

Nell'analisi effettuata, gli autori sostengono che esistono due diverse tipologie di *retrenchment*: quello riguardante la riduzione dei costi o degli asset. Il primo è finalizzato a ridurre i costi totali mediante, ad esempio, l'eliminazione di personale e lo snellimento e la riorganizzazione dei processi aziendali; il secondo è invece volto a recuperare l'equilibrio economico e finanziario attraverso processi di dismissione di asset e la chiusura degli impianti.

L'importanza di questa fase è stata confermata dalla ricerca menzionata sopra. Gli autori, in merito al *retrenchment*, avevano formulato due ipotesi principali:

- Le aziende che avevano implementato una riduzione dei costi o degli assets avrebbero avuto un livello di successo maggiore nel processo di turnaround nel suo complesso;
- L'efficacia del *retrenchment* varia a seconda dell'intensità della situazione di crisi aziendale. Nello specifico, essa è direttamente proporzionale alla gravità della situazione di crisi.

Entrambe le congetture sono state confermate con successo dall'evidenza empirica. Nel primo caso, le aziende che avevano ridotto gli assets o tagliato i costi risultavano maggiormente performante sia considerando le misure di efficienza (ROS, ROI, ROA, rotazione dei magazzini), sia considerando le misure di liquidità (current ratio, acid ratio) sia considerando le misure del debito (debito totale/attivo totale). Nel secondo caso, l'analisi regressiva svolta ha dimostrato una correlazione più significativa tra il grado di riduzione degli assets e dei costi e le performance per le aziende che affrontavano una situazione di crisi più acuta.

Vengono presentati nella tabella seguente i risultati dell'indagine²³⁵:

Tabella 4.3: Differenza dei KPI fra le imprese *noretrenchers* e *retrenchers*

| <i>Variabile</i> | <i>No Retrenchers (n=17)</i> | <i>Retrenchers (n=15)</i> |
|------------------------------------|------------------------------|---------------------------|
| <i>Liquidity</i> | | |
| Acid test | -7,9189 | 0,1153 |
| Current test | -0,0712 | 0,0833 |
| Interest Coverage | 2,0165 | 5,4920 |
| Total coverage | 0,9147 | 1,3740 |
| <i>Operating ratios</i> | | |
| Receivable turns per year | 1,3565 | -2,0747 |
| Sales to working capital | 0,0294 | 0,2513 |
| Sales to fixed asset | 0,9641 | 0,9107 |
| Inventory turns per year | -0,4248 | 0,3980 |
| Sales to inventory | -0,5241 | 0,6593 |
| Collection period | -7,1110 | -3,4827 |
| Fixed assets to net worth | 0,0559 | -0,1060 |
| <i>Profitability ratios</i> | | |
| ROE | 0,8123 | 25,8427 |
| Return on net worth | 0,8612 | 25,8933 |
| ROA | 0,8135 | 6,5273 |
| ROI | 1,3918 | 9,7560 |
| Cash flow to sales | 0,2006 | 3,5113 |
| ROS | 0,1747 | 3,4520 |
| Operating return | 2,2776 | 5,0327 |
| Sales to net worth | 0,7353 | -0,0820 |
| Sales to total assets | 0,0929 | 0,0413 |
| <i>Leverage ratios</i> | | |
| Total debt to total assets | 0,0706 | -0,0307 |
| Total liability to net worth | 0,2665 | -0,3440 |
| Long-term debt to net worth | 0,1912 | -0,2420 |
| Long-term debt to equity | 0,1765 | -0,2520 |
| Current liability to net worth | 0,0729 | -0,0813 |
| Long-term debt to invested capital | 0,0706 | -0,0253 |

Fonte: Robbins, Pearce (1992)

Ad uno stadio più avanzato del processo di turnaround, gli obiettivi principali diventano la crescita, lo sviluppo e l'ampliamento della quota di mercato.

La strategia di sviluppo (c.d. *recovery*) viene successivamente e si configura come essenziale per gettare le basi del futuro: la dimensione strategica si presenta come il vero driver per il

²³⁵ La mediana utilizzata per l'indagine statistica tiene in considerazione i valori nell'intervallo temporale fra 2 e 3. Essi rappresentano gli anni successivi all'adozione della strategia di turnaround.

successo del turnaround e per il raggiungimento di una performance di livello nel lungo periodo²³⁶. L'azienda, quindi, si fornisce di tutte quelle risorse, tecnologie e capacità necessarie per operare nel settore prescelto, con l'obiettivo di tornare a creare valore mediante il raggiungimento dell'efficienza operativa e l'insediamento in nuovi settori.

Sono molte le azioni che il management può effettuare in questa fase: nuovi investimenti strutturati, ricerca di nuovi businesses e l'allargamento del perimetro aziendale²³⁷.

Di seguito, si offre una sintesi grafica del modello a due fasi di Robbins e Pierce:

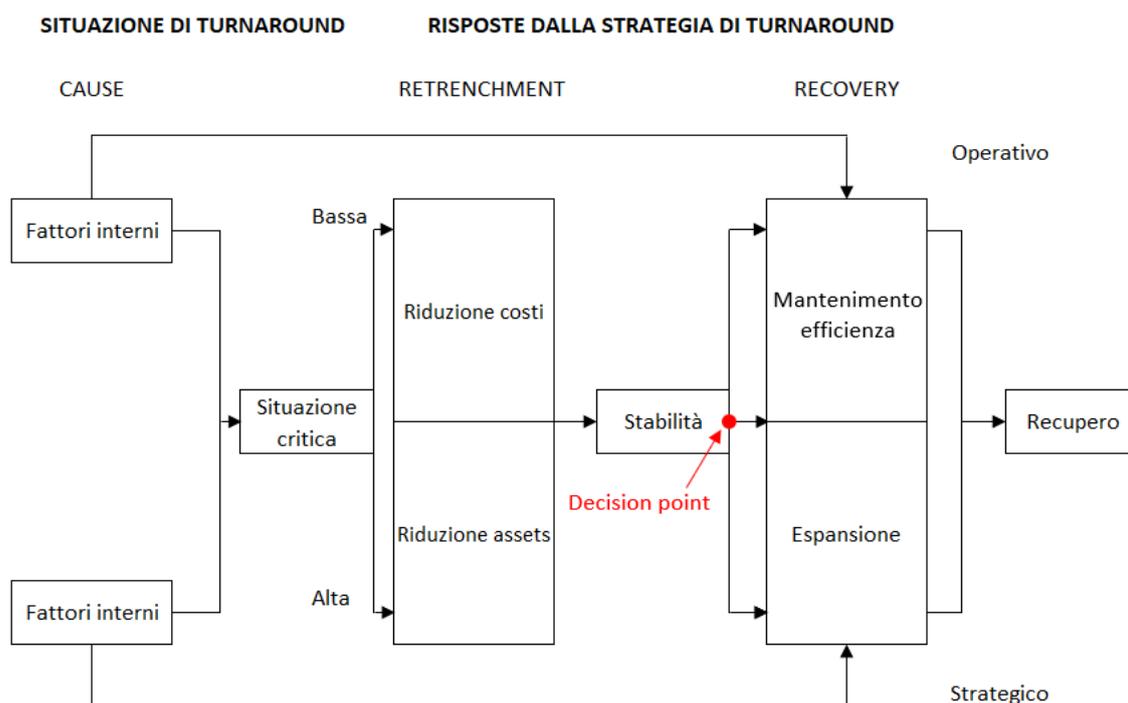


Figura 4.4: il modello di turnaround a due stadi - Fonte: Robbins, Pearce (1993)

4.3.3 Il modello “overlapping” di Slatter e Lovett (1999)

Il modello *overlapping*²³⁸ è stato proposto da Slatter e Lovett²³⁹ per esplicitare le sovrapposizioni delle fasi all'interno del processo di turnaround che, come descritto in precedenza, costituivano il grosso limite del modello di Bibeault. Dal loro punto di vista, viene adottato un modello che prevede la presenza di quattro fasi principali che si sovrappongono necessariamente fra loro.

²³⁶ La dimensione assume particolare importanza per quelle aziende che necessitano di un riposizionamento strategico (vedi *supra* p. 137).

²³⁷ Vincent L. Barker e Irene M. Duhaime, «Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence», *Strategic management journal* 18, n. 1 (1997): pp. 13–38.

²³⁸ Letteralmente “sovrapposizione”.

²³⁹ Slatter e Lovett (1999), *op. cit.*

1. Fase di analisi

Oltre alle fondamentali attività di carattere diagnostico, questa fase prevede altresì l'avvio della gestione immediata della crisi ed il coinvolgimento degli *stakeholders*.

2. Fase d'emergenza

Vanno effettuate quelle operazioni fondamentali a garantire la sopravvivenza nel breve termine dell'impresa, traducibili in azioni atte a garantire un flusso di cassa nel breve termine quanto più ampio per risolvere le incombenze aziendali. Si tratta di una fase che abbraccia un arco temporale che va da un semestre ad un anno e – fra le iniziative attuabili – possono essere citate: disinvestimenti, riduzione delle scorte di magazzino, taglio delle linee improduttive.

3. Fase del cambiamento strategico

La società deve effettuare un riposizionamento all'interno di quei segmenti che possano garantire un vantaggio competitivo. La precedente fase di emergenza deve aver creato le condizioni e le risorse necessarie per affrontare questa modifica strategica.

4. Fase di crescita e rinnovamento

La fase di ritorno alla crescita deve essere caratterizzata da evidenti miglioramenti a livello di bilancio; solamente dopo questo aspetto è possibile perseguire delle scelte che portino ad ulteriore incremento delle attività aziendali e a risultati economico – finanziari migliori.

Lo sviluppo del processo appena descritto può essere sintetizzato dal grafico che segue.

Esso è un diagramma molto simile a quello di un Gantt di progetto²⁴⁰ che evidenzia lungo l'asse orizzontale lo sviluppo delle attività nel tempo, mentre lungo quello verticale si colgono le sovrapposizioni esistenti fra le stesse. L'approccio grafico al modello di Slatter e Lovett consente di osservare come le varie attività si possano sviluppare lungo più fasi, facendo cogliere quindi non solo le sovrapposizioni tra le attività stesse ma anche la rigidità e i grossi limiti dei modelli sequenziali tanto cari alla letteratura venuta prima²⁴¹.

Come per i modelli presentati prima, anche quello sviluppato da Slatter e Lovett presenta alcuni limiti fisiologici. Esso non ha la capacità di descrivere le principali interdipendenze

²⁴⁰ Usato nelle attività di *project management*, è uno strumento di supporto costruito attorno ad un asse orizzontale e da una serie di barre rappresentano le sequenze, la durata e l'arco temporale di ogni singola attività del progetto.

²⁴¹ Giovanni Corrado, «Il processo di corporate turnaround: modelli e strategie.» (Università degli Studi di Padova, 2011).

che sussistono tra le varie attività e non considera i driver agenti nell'intero processo e che ne possono influenzare fortemente lo sviluppo.

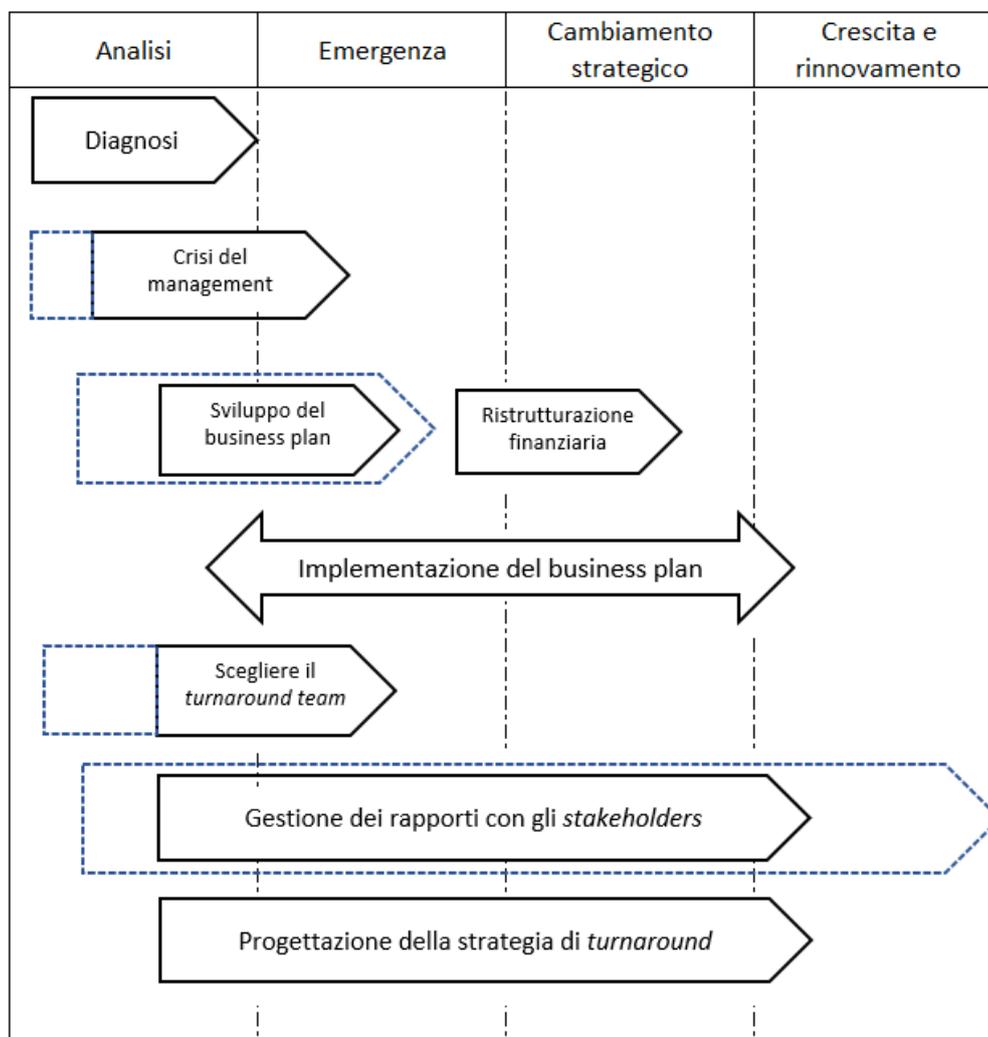


Figura 4.5: il processo di corporate turnaround col modello "overlapping" - Fonte: *Slatter, Lovett (1999)*

La necessità di disporre di un modello che mostri i rapporti di interdipendenza fra le fasi del *corporate turnaround* è stata soddisfatta dal lavoro svolto da Arogyaswamy et al. (1995)²⁴². La ricerca condotta dallo studioso indio – americano si era prefissata l'obiettivo di superare i limiti che possedevano i modelli precedenti (nello specifico quelli sequenziali), ossia un'eccessiva attenzione all'abbattimento dei costi come prima e unica risposta nella fase iniziale del processo, scarsa considerazione del contesto e – come affermato prima – l'incapacità di intercettare le interazioni fra gli step.

²⁴² Kamala Arogyaswamy, Vincent L. Barker, e Masoud Yasai-Ardekani, «Firm turnarounds: an integrative two-stage model», *Journal of management studies* 32, n. 4 (1995): pp. 493–525.

Terminata l'analisi dei principali modelli di turnaround, vengono riepilogati nella tabella 4.4 gli altri lavori di riferimento, pur precisando nuovamente che non si tratta di un elenco esaustivo.

Tabella 4.4: i principali modelli sequenziali di turnaround presenti in letteratura

| <i>Autore/i</i> | <i>N. fasi</i> | <i>Descrizione delle fasi</i> |
|--|----------------|---|
| Bibeault (1982) | 5 | Top management change, evaluation, emergency, stabilization, return-to-normal-growth. |
| Manimala (1991) ²⁴³ | 8 | Top management change, evaluation, emergency, stabilization, return-to-normal-growth, arresting sickness, reorienting, institutionalization and growth |
| Pearce e Robbins (1992) | 2 | Retrenchment and recovery |
| Fredenberger e Bonnici (1994) ²⁴⁴ | 5 | Top management change, profitable core determination, corrective measures to resolve crisis, stabilization, return to profit and growth. |
| Slatter & Lovett (1999) | 4 | Analysis phase, emergency phase, strategic change phase, growth phase |
| Chowdhury (2002) ²⁴⁵ | 4 | Decline, response initiation, transition, outcome |
| Masciocchi (2007) ²⁴⁶ | 5 | Analisi e attività propedeutiche, emergenza e stabilizzazione, ristrutturazione e cambiamento strategico, consolidamento dei risultati e inizio rinnovamento, rinnovamento forzato e rilancio |

Fonte: *elaborazione propria*

²⁴³ Mathew J. Manimala, «Entrepreneurial heuristics: A comparison between high PL (pioneering-innovative) and low PI ventures», *Journal of Business Venturing* 7, n. 6 (1992): pp. 477–504.

²⁴⁴ William B. Fredenberger e Joseph L. Bonnici, «Turnaround phases: extending the life cycle theory», *American Business Review* 12, n. 1 (1994): pp. 59–65.

²⁴⁵ Shamsud D. Chowdhury, «Turnarounds: A stage theory perspective», *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration* 19, n. 3 (2002): pp. 249–66.

²⁴⁶ Mario Masciocchi, «Il Turnaround Management: come recuperare e rilanciare le aziende», *Sole24Ore*, 2007.

4.4 Gli attori principali della crisi d'azienda

Il corrente paragrafo si concentra sull'individuazione e la definizione di tutti quegli attori – sia interni che esterni all'impresa – che partecipano alle fasi critiche del declino aziendale e all'attuazione del piano di *restructuring*.

La crisi aziendale coinvolge inevitabilmente un'elevata mole di individui, i quali recitano un ruolo specifico all'interno delle fasi pre e post turnaround. L'impresa, infatti, è un'entità attorno alla quale non ruotano solo ed esclusivamente gli organi di ristrutturazione, ma anche una serie di *stakeholders* inevitabilmente influenzati dalle situazioni in cui l'azienda versa²⁴⁷.

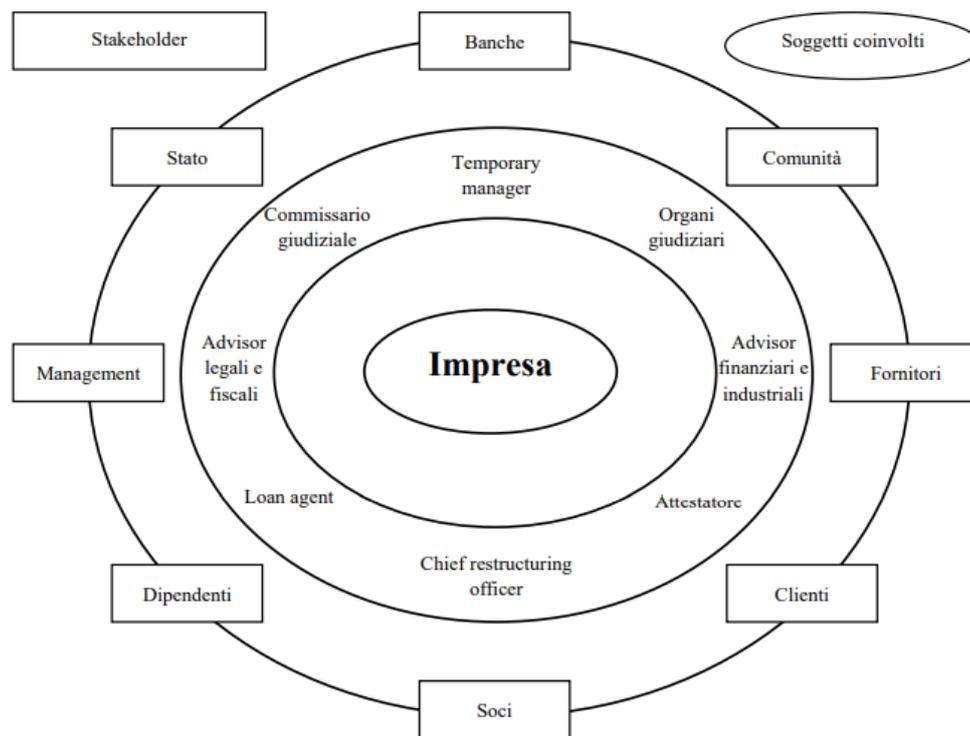


Figura 4.6: i soggetti coinvolti nella ristrutturazione aziendale - Fonte: Capizzi (2014)

Nel presente elaborato verranno trattati esclusivamente e non in maniera completa i più importanti soggetti coinvolti nella ristrutturazione aziendale, definendone ruoli, compiti e obiettivi da raggiungere mediante il loro lavoro e competenze. Nello specifico, ci si focalizzerà esclusivamente i soggetti di natura “economica”, tralasciando invece gli enti più a vocazione “giuridica” (commissario giudiziale, organi giudiziari, organi sociali interni di controllo, ecc.)

²⁴⁷ Apparsa negli studi economici a metà anni '80, la teoria degli *stakeholders* afferma che l'impresa è un sistema aperto integrata nel tessuto sociale e non può quindi prescindere dalle pressioni che tale sistema impone. (cfr. Sergio Sciarelli, *Economia e gestione dell'impresa*, vol. I (Padova: Cedam, 2002), p. 105.).

4.4.1 L'attestatore

Si tratta forse della figura più importante nel contesto di crisi aziendale, tanto vero che il legislatore ne ha previsto la presenza e dei compiti rilevanti in tutte le procedure atte a garantire la continuità aziendale: accordi di ristrutturazione dei debiti, concordato preventivo e predisposizione del piano di risanamento²⁴⁸.

Si tratta di un esperto qualificato, persona fisica o società di professionisti, in possesso di specifici requisiti imposti dalla legge, che svolge il delicato ruolo di garante della correttezza della procedura che è chiamato ad attestare. In virtù di questo ruolo di estrema importanza, la Legge stessa ne prescrive i rigidi requisiti²⁴⁹:

- Indipendenza: non deve essere legato in alcun modo all'impresa e ai soggetti coinvolti nella ristrutturazione;
- Deve essere iscritto nel registro dei revisori legali e svolgere mansioni specifiche previste all'art. 28 lettere a) e b);
- Non deve essere soggetto a nessuna delle cause che comportano l'ineleggibilità o la decadenza dalla carica di sindaco di cui all'art. 2399 c.c.;
- Non deve aver prestato, negli ultimi 5 anni, attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore o partecipato ad organi di amministrazione o di controllo.

Come suggerisce il nome, il professionista è chiamato ad attestare l'attuabilità dell'accordo fra debitore e creditore; nella realtà, le sue mansioni principali ricadono nell'accertamento della veridicità dei dati aziendali²⁵⁰ e nella fattibilità del piano di risanamento. È importantissimo, per poter condurre un *restructuring turnaround* di successo, che i dati contabili siano veri (e non manipolati in precedenza dal management) e che il piano offre concrete possibilità di uscire dalla situazione di declino.

Per quanto riguarda il primo elemento, è fondamentale che la relazione sulla veridicità contenga la cosiddetta *fairness opinion*, ossia un documento informativo che verifichi la buona fede degli organi gestori nel predisporre i dati utili alla circostanza; allo stesso tempo, ne viene effettuata una loro valutazione preliminare nel complesso²⁵¹.

²⁴⁸ Rispettivamente Artt. 182, 161, 67, L.F.

²⁴⁹ Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

²⁵⁰ L'inciso "veridicità dei dati aziendali" sono solamente citati nelle norme di legge senza però una definizione in merito. Per individuarne il significato, bisogna appellarsi ai "Principi di attestazione dei piani di risanamento" proposti congiuntamente da AIDEA, IRDCEC, ANDAF, APRI e OCRI nel febbraio 2014.

²⁵¹ M. Bongiorni, «La fairness opinion ex art. 11 del codice di autodisciplina predisposto da Borsa Italiana SpA per le società quotate», in *Operazioni di gestione straordinaria: logiche valutative*, a c. di Luca Francesco Franceschi (Padova: CEDAM, 2006), p. 177.

L'attestatore procede quindi a verificare operativamente la veridicità dei dati, nonché la fondatezza delle ipotesi e la coerenza del calcolo economico dei valori stimati. Si tratta di un lavoro molto pressante da eseguire in brevissimo tempo (d'altronde la sopravvivenza dell'azienda richiede azioni tempestive), che rende necessaria una pianificazione meticolosa delle attività di verifica e ispezione²⁵². Data la fretta, questa fase non è da considerarsi un'attività di revisione in senso stretto; per questo motivo il CNDCEC (2010) ha suggerito di concentrare l'attenzione sulla correttezza delle principali voci, sugli elementi di maggior rischio per l'attestazione e la prosecuzione del piano, nonché su quegli elementi che possono far dubitare della correttezza delle rappresentazioni contabili²⁵³.

La fattibilità di un piano di rientro dipende da quei fattori che ripristinano l'equilibrio dei diversi aspetti della gestione e la continuità dell'impresa nel tempo. Nel valutare le probabilità di risanamento, l'attestatore effettua una serie di analisi fondamentali prima di formulare il proprio giudizio²⁵⁴.

In primo luogo, si effettua l'analisi della crisi: le conclusioni tratte dall'attestatore su di essa e le sue cause devono essere chiare e condivise anche dal management. Si procede in seguito all'analisi del contesto (sia strategico che ambientale) e all'analisi conoscitiva. Quest'ultima è forse una delle fasi più importanti, in cui l'attestatore esamina nel dettaglio i dati contabili dell'impresa con un grado di dettaglio maggiore e individua le linee guida, gli obiettivi e gli strumenti con cui uscire dal declino. Si tratta del contenuto più tecnico dell'intero piano – relativo alle previsioni di andamento delle principali variabili economiche, patrimoniali e finanziarie – che si traduce nel piano economico e finanziario in senso stretto. I costi e i ricavi del piano, a loro volta, devono essere accuratamente giustificati dall'attestatore nelle grandezze analitiche che li compongono²⁵⁵.

La terza fase (c.d. *valutativa*) deve supportare il giudizio di fattibilità. Il percorso di analisi si inverte rispetto alla fattispecie precedente: si passa dai dati del piano analitici a quelli parziali che ne derivano, per poi migrare sugli obiettivi e sui risultati generali.

Il giudizio finale che ne deriva è quindi frutto di uno studio che si muove in tre direttrici di natura operativa:

²⁵² Luca Francesco Franceschi, «Il giudizio sulla veridicità dei dati», in *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, a c. di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi (Milano: Vita e Pensiero, 2014), pp. 51–60.

²⁵³ CNDCEC, «Linee guida per Il finanziamento alle imprese in risi», 2010.

²⁵⁴ Va precisato che rimane un professionista esterno all'impresa: il suo compito non è l'elaborazione del piano, ma la semplice verifica di ciò che gli è stato chiesto.

²⁵⁵ Leopold A. Bernstein e John J. Wild, *Financial Statement Analysis: Theory* (Milano: McGraw-Hill, 1998).

- Il processo sotteso alla formazione del piano, con specifico riferimento al livello di formalizzazione e alle capacità previsionali, alle società di consulenza strategica per il profilo industriale e all'advisor per quello finanziario, all'Independent Business Review e ad ulteriori verifiche da parte di esperti terzi;
- La ragionevolezza dei flussi attesi, in base alla coerenza con i risultati storici e con i dati attesi dei comparables, agli studi prospettici di mercato e di settore, alle previsioni degli analisti e ai multipli dei comparables (PFN/Ebitda);
- Il rischio di esecuzione del piano, con l'implementazione di analisi di sensitività sotto il profilo sia industriale che finanziario, nonché di stress test²⁵⁶.

4.4.2 Il C.R.O (Chief restructuring Officer)

In un periodo macroeconomico di forte crisi, all'interno dei processi di turnaround si è manifestata l'esigenza di affiancare al management e agli altri consulenti una figura altamente professionalizzata per supportarlo nelle decisioni da intraprendere. Essa è il *Chief Restructuring Officer* (CRO), ossia un manager caratterizzato da elevate competenze nelle ristrutturazioni aziendali che, oltre a coordinare le parti coinvolte nel processo di risanamento, detiene la responsabilità dell'implementazione del piano. Fra le attività svolte dal soggetto, rientrano la stesura di un *business plan* (generalmente quinquennale) che mostri le proiezioni dei dati contabili e dei KPI nel medio – lungo periodo a seguito del proprio intervento. A tale compito si possono aggiungere, per esempio: la negoziazione e ristrutturazione del debito con i creditori; la ricerca e l'approvvigionamento di equity da inserire in azienda utile per il risanamento; cercare di allocare in modo migliore i costi variabili nel processo produttivo.

Come si evince dalle mansioni a cui è sottoposto, si tratta di un soggetto altamente qualificato che deve essere in grado di garantire la continuità aziendale attraverso un processo di ottimizzazione in diverse aree gestionali²⁵⁷ e ponendosi anche come intermediario con gli istituti di credito.

²⁵⁶ L. Pozza, «Il ruolo dell'attestatore ex artt. 67, 161 e 182 bis L.F.: prospettive di analisi sul giudizio di veridicità dei dati aziendali e di fattibilità del piano» (Unione commercianti Milano, 2012).

²⁵⁷ Potenzialmente, deve essere in grado di motivare anche le risorse umane stimolandole a partecipare attivamente ad un processo di rinnovamento, determinante anche per preservare e valorizzare la propria posizione lavorativa. Fondamentale, nella realizzazione di questo percorso, è la necessità di salvaguardare e valorizzare il *know - how*, ovvero quel patrimonio di conoscenze della forza lavoro che costituisce, sempre più, un *asset* strategico e che fa parte a tutti gli effetti degli *intangibile*.

Da un punto di vista strettamente “cronologico”, il CRO deve prestare per primo attenzione ai flussi di cassa e alle scadenze di pagamento, dato che le aziende in crisi soffrono tipicamente di problemi finanziari. A tal proposito, la maggior parte delle volte il primo compito svolto dal professionista è quello di redigere un cash flow previsionale per le prime 13 settimane, secondo le modalità già illustrate in questo elaborato al §3.1.2.2. A seguito di questa fase, egli potrà dedicarsi al turnaround vero e proprio²⁵⁸.

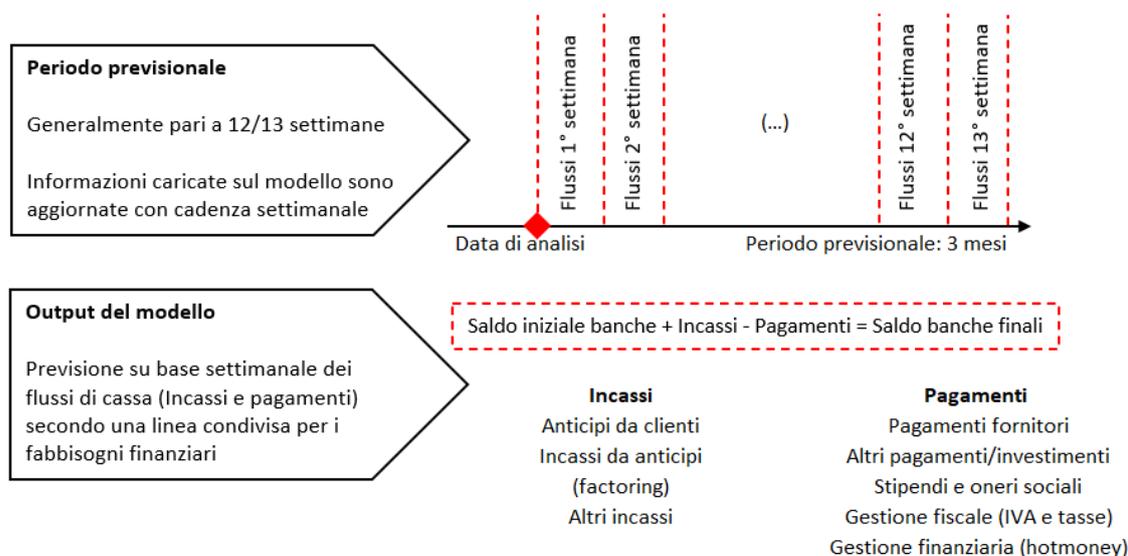


Figura 4.7: contenuti e output del budget di tesoreria - Fonte: Valdata (2014)

4.4.3 Loan agent

Svolge il ruolo di intermediario tra le banche creditrici e l’azienda in difficoltà. Nominato direttamente dagli istituti di credito, la sua attività consiste prevalentemente nel monitoraggio del piano di risanamento, nella verifica degli adempimenti e nella stesura di una relazione periodica circa l’andamento aziendale.

Si tratta sostanzialmente di una figura indipendente²⁵⁹ che opera come interlocutore tra il ceto bancario e il debitore, garantendo una semplificazione e rapidità del processo, nonché una gestione più efficiente delle situazioni critiche o straordinarie. Il *loan agent* porta

²⁵⁸ Come osservato all’inizio, è una figura che sta prendendo sempre più piede nei processi di *restructuring*. In tal senso, si osservano nella realtà numerose situazioni in cui esso entra a far parte del cda aziendale.

²⁵⁹ Può essere anche interno a una delle banche creditrici, tanto vero che opera negli interessi dei creditori.

beneficio – oltre che alle banche – anche alla società, garantendo un’assistenza costante e l’apporto di consigli per le linee di credito che le sono state erogate²⁶⁰.

4.4.4 Gli advisors

I consulenti rivestono un ruolo chiave nella gestione e nella fuoriuscita dell’azienda dalla crisi, intervenendo fin dalle prime fasi. Essi non sono previsti in maniera esplicita dalla Legge come avviene per l’attestatore, ma nella realtà rivestono un ruolo fondamentale nelle procedure di turnaround, valutando la convenienza tra le diverse ipotesi di soluzione della crisi e contribuendo alla redazione del piano industriale e finanziario.

Gli *advisors* forniscono un contributo tecnico gestendo la situazione con frequenza giornaliera, nonché uno organizzativo attraverso il coordinamento dei soggetti coinvolti per il conseguimento dell’obiettivo²⁶¹.

È possibile individuare almeno quattro differenti categorie di advisor in relazione alle competenze in loro possesso, nonché sulla base dell’attività svolta²⁶²:

1. *Consulente industriale*

Il suo principale compito è la redazione di un piano industriale che espone, sia in termini quantitativi che qualitativi, i flussi di cassa prospettici nonché le migliori strategie adottabili per fuoriuscire dal declino. Si occupa anche di predisporre le azioni di intervento (ottimizzazione del processo di costi, operazioni di finanza straordinaria nonché vendita di rami aziendali) e di redigere le strategie da intraprendere per conseguire risultati migliori nelle diverse aree.

2. *Consulente finanziario*

Quando le aree della gestione aziendale non sono capaci di coprire il fabbisogno finanziario dell’azienda, la sua figura risulta fondamentale. Si pone come intermediario con le banche per la rinegoziazione del debito, attuabile in diverse forme: rimodulazione delle condizioni di mutuo (attraverso un abbassamento del tasso nonché una maggior dilazione di pagamento), cessione di crediti ai creditori o – nel caso maggiormente preferibile ma anche

²⁶⁰ Giovanni Pellerone, «Gli strumenti a disposizione delle imprese in crisi per la salvaguardia della continuità aziendale: una valutazione comparativa attraverso case studies» (Università degli Studi del Piemonte Orientale, 2014), pp. 119–37.

²⁶¹ In merito ai soggetti coinvolti, sono gli stessi che decidono competenze e modalità di nomina del consulente. Nel caso si tratti di una situazione non allarmante, la nomina viene nella prassi effettuata dall’azienda; in casi più seri essa è frutto di incontri e trattative ufficiose fra le parti.

²⁶² Vincenzo Capizzi, *Crisi d’impresa e ristrutturazione del debito: Procedure, attori, best practice* (Milano: Egea, 2014).

più improbabile – lo stralcio delle obbligazioni. Le altre operazioni implementabili sono la ricerca di investitori *distressed* o hedge fund interessati ad acquistare crediti in sofferenza (c.d. *bad debt*) o l'apertura di linee di credito a condizioni prestabilite per finanziare determinati obiettivi congruenti a quello più ampio del turnaround.

È evidente che il suo obiettivo e compito principale è di adeguare le risorse finanziarie di cui dispone l'azienda ai flussi di cassa della stessa – cercando di non peggiorare l'esposizione debitoria – e ottimizzare la struttura del capitale in termini di flessibilità, prezzo, e struttura (equity, quasi-equity, debito)²⁶³.

3. Consulente legale

Gestisce la procedura dal punto di vista legale con particolare occhio ai rapporti di natura giuridica (previsti dalla Legge) che sussistono fra gli attori. Fra i compiti principali vanno menzionati: individuazione degli strumenti giuridici più adeguati al fine di ridurre l'esposizione debitoria; predisposizione della contrattualistica necessaria alla formalizzazione delle convenzioni interbancarie, lettere di garanzia e di credito; predisposizione e consulenza nella costituzione e trasferimento di garanzie finanziarie e reali.

4. Consulente fiscale

Collabora con le altre figure di cui sopra prestando particolare attenzione ai debiti tributari e agli altri aspetti fiscali. Nello specifico, deve focalizzarsi sulle principali imposte applicate alle società, ossia l'IRAP e l'IRES²⁶⁴.

4.4.5 Il temporary manager²⁶⁵

È una figura totalmente esterna all'impresa e rappresenta un punto di rottura con il passato della stessa. Gestisce temporaneamente²⁶⁶ la società a fronte sia di evoluzioni negative (quali crisi economiche oppure ottimizzazione della struttura) sia positive (quali il lancio di nuovi prodotti o l'ingresso in nuovi mercati) dell'impresa. La sua figura, pur condividendo i

²⁶³ Giuseppe Provenzano, *Finanza aziendale* (Torino: Giappichelli Editore, 2003).

²⁶⁴ L'imposta regionale sulle attività produttive è dovuta per l'esercizio abituale di una attività autonomamente organizzata diretta alla produzione o allo scambio di beni ovvero alla prestazione di servizi. L'IRES è l'aliquota d'imposta sui redditi delle società. Esse sono, rispettivamente, pari al 3,9% e al 24% generalmente.

²⁶⁵ Il termine "*temporary manager*" è curiosamente utilizzato solo in Italia e di solito indica un manager che lavora in azienda per un periodo di tempo determinato. Nel resto del mondo viene utilizzato il termine derivato dal latino "*Interim manager*" che ha una connotazione più legata all'utilizzo di capacità manageriali per gestire uno specifico progetto di cambiamento.

²⁶⁶ L'affidamento a tale figura varia, in base a una serie di dinamiche, dai 3 mesi ai 3 anni.

requisiti d'esperienza e professionalità richiesti a buon diritto agli *advisors*, svolge un ruolo completamente diverso e non limitato alla prestazione meramente consulenziale: egli, su richiesta degli *stakeholders*, gestisce l'impresa attraverso una serie di deleghe operative ed è altresì investito di poteri esecutivi. Si tratta quindi di una figura che non si limita a consigliare o formulare un giudizio, bensì propone e implementa una strategia di turnaround. Fra le sue attività principali si segnalano l'analisi delle problematiche e la predisposizione ed elaborazione del piano di intervento, lavorando all'interno dell'impresa per comprendere nel dettaglio le cause della crisi. Nello specifico delle crisi d'impresa, l'intervento del temporary manager può risultare particolarmente necessario quando le cause all'origine del declino dell'impresa sono imputabili al management, risultando quindi quest'ultimi delegittimati nei confronti non solo dei soci, ma anche del ceto creditorio.

4.4.6 Il ruolo delle banche nella ristrutturazione del debito

Come si è già avuto più volte modo di sottolineare, la crisi d'impresa è determinata da una situazione finanziaria deficitaria in cui i debiti nei confronti degli istituti di credito non sono più sostenibili da parte dell'imprenditore.

La manovra finanziaria è la parte del business plan in cui la società formula le richieste ai creditori finanziari e che influenza maggiormente la scelta dello strumento giuridico per la formalizzazione dell'accordo. Chiaramente, in tale fase, le banche si pongono l'obiettivo di massimizzare il recupero del credito e preservare la continuità aziendale, limitando il più possibile l'assunzione dei rischi²⁶⁷.

È importante che in questo momento, ossia quello antecedente alla negoziazione, nessun creditore bancario faccia valere le proprie pretese attraverso azioni esecutive: a tal fine, è possibile giungere ad un accordo di *standstill*, ossia un patto fra le banche e l'impresa debitrice a non richiedere il pagamento di qualsiasi importo dovuto, anche se scaduto²⁶⁸. La

²⁶⁷ Per la valutazione del rischio aziendale, la Banca d'Italia ha messo a disposizione la c.d. *Centrale dei rischi*, ossia un archivio di informazioni sui debiti di famiglie e imprese verso il sistema bancario e finanziario. Sono registrati in CR i finanziamenti (mutui, prestiti personali, aperture di credito, ecc.) e le garanzie quando l'importo che il cliente deve restituire supera i 30.000 euro, la cosiddetta soglia di censimento.

²⁶⁸ Spesso si parla di *standstill di fatto* se, in una sorta di gentlemen agreement, le banche non intraprendono azioni di recupero creditorio.

maggior parte delle volte, esso è considerato necessario e funzionale sia ad una più proficua negoziazione, nonché ad una migliore valutazione del piano industriale²⁶⁹.

Le forme di intervento previste dalla manovra finanziaria sono diverse. La richiesta di riscadenzamento del debito è la più gettonata e si sostanzia nella richiesta di una revisione del piano di ammortamento. Il nuovo piano di ammortamento post – trattativa è preceduto da un periodo di moratoria, nel corso del quale viene sospeso il pagamento delle quote capitali (più raramente comprende anche il blocco degli interessi). Al fine di tutelarsi, le banche possono applicare i seguenti strumenti:

- *Cash sweep*: rimborsi anticipati in caso di liquidazione anticipata di asset o di disponibilità di flussi di cassa in eccesso;
- *Step – up*: variazione incrementale sul debito in caso di miglioramento dei risultati gestionali rispetto alle ipotesi;
- *Rata balloon*: chiusura dell’ammortamento tramite una maxi-rata composta da più quote capitali e interessi.

L’erogazione di nuova finanza è uno strumento possibile ma sicuramente controverso in ottica *restructuring*: comporta l’assunzione di un rischio di credito aggiuntivo verso una società già pesantemente indebitata, che ha bisogno di nuovo capitale circolante per fronteggiare esigenze liquide nel breve periodo. In genere viene richiesto un accordo di ristrutturazione dei debiti anziché un piano attestato di risanamento per beneficiare della prededuzione creditizia, per quanto essa sia stata limitata dal Decreto Destinazione Italia²⁷⁰. In situazioni più gravi – ovvero quando l’eccesso di debito finanziario non può essere sostenuto mediante la moratoria e il riscadenzamento – viene proposto alle banche di procedere alla conversione dei crediti vantati verso la società in crisi in capitale di rischio, quali azioni di nuova emissione²⁷¹ o strumenti di *quasi – equity*²⁷². Tale conversione dei crediti in capitale è un’attività disciplinata dalle istruzioni di vigilanza per le banche della Banca d’Italia e quindi legittimata nel rispetto delle condizioni ivi contenute²⁷³. Con riferimento alle procedure di allerta di cui al capitolo 3, è utile una tabella riepilogativa degli attori coinvolti nelle diverse fasi di crisi aziendale:

²⁶⁹ Federica Pietrogrande, «Il ruolo delle banche nella ristrutturazione del debito», in *Crisi d’impresa e ristrutturazione del debito*, a c. di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi (Milano: Vita e Pensiero, 2014), pp. 103–18.

²⁷⁰ Decreto-legge n.145/2013, convertito in Legge n. 9/2014

²⁷¹ Sarà la negoziazione fra le parti a definire esattamente le loro caratteristiche .

²⁷² Strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c.

²⁷³ Banca d’Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, parte III, Capitolo 1, Sezione IV (Roma: Banca d’Italia, 1999).

Tabella 4.5: soggetti coinvolti nella governance della crisi e interventi necessari nelle varie fasi

| <i>Fase</i> | <i>Situazione aziendale</i> | <i>Intervento previsto</i> | <i>Soggetti della governance aziendale</i> | <i>Soggetti esterni</i> |
|-------------|------------------------------|--|--|---|
| 1 | Incubazione della crisi | Allerta interna informale | Amministratori; organi di controllo interni (collegio sindacale, revisore unico e società di revisione) | Nessuno |
| 2 | Maturazione della crisi | Allerta interna formale | Amministratori; organi di controllo interni (collegio sindacale, revisore unico e società di revisione); <i>Advisors</i> legale e finanziario | Istituti di credito e altri creditori coinvolti nel processo di ristrutturazione; attestatore; eventualmente tribunale e commissario giudiziale in caso di concordato |
| 3 | Crisi conclamata reversibile | Allerta interna verso l'esterno; allerta esterna verso l'esterno | Amministratori; organi di controllo interni (collegio sindacale, revisore unico e società di revisione); <i>Advisors</i> legale e finanziario | Istituti di credito e altri creditori coinvolti nel processo di ristrutturazione; attestatore; eventualmente tribunale e commissario giudiziale in caso di concordato; creditori pubblici qualificati; OCRI; terna di professionisti indipendenti nominati dall'Organismo |
| 4 | Insolvenza reversibile | Procedure di regolazione della crisi e dell'insolvenza | Amministratori; organi di controllo interni (collegio sindacale, revisore unico e società di revisione); <i>Advisors</i> legale e finanziario | Istituti di credito e altri creditori coinvolti nel processo di ristrutturazione; attestatore; tribunale; commissario giudiziale in caso di concordato; creditori pubblici qualificati; OCRI; terna di professionisti indipendenti nominati dall'Organismo |
| 5 | Insolvenza conclamata | Liquidazione giudiziaria | Amministratori; organi di controllo interni (collegio sindacale, revisore unico e società di revisione); autorità amministrative che esercitano la vigilanza e il controllo sull'impresa | PM; tribunale; curatore; creditori |

Fonte: Riva et al. (2020)

Cap.5: il mercato aereo

5.1 Descrizione del mercato aereo

Prima di esaminare i connotati salienti del settore, urge precisare che il presente elaborato limita la sua analisi alle sole imprese che operano servizi passeggeri di linea (c.d. *scheduled services*), escludendo dalla trattazione le compagnie *charter*, le imprese specializzate nel trasporto merci e quelle che effettuano trasporti militari.

Utilizzando la distinzione usata da Profumo (2017)²⁷⁴, nel paragrafo verranno analizzate le macro-caratteristiche del settore, per poi spostare il discorso sulla struttura dei costi e relative marginalità e, infine, saranno delineate sinteticamente le dinamiche competitive.

5.1.1 Il mercato aereo: caratteristiche del settore

Il servizio offerto dalle compagnie aeree si configura nella maggior parte dei casi come un prodotto indifferenziato: ad oggi, molti aerei presentano standard simili a livello di velocità, confort e sicurezza, rendendo omogenee le caratteristiche del volo stesso e – allo stesso tempo – difficile percorrere la via della differenziazione. Tuttavia, diversi studi²⁷⁵ hanno messo in discussione tale convinzione, sostenendo che la differenziazione non solo fosse possibile, ma anche sostenibile attraverso una personalizzazione del servizio ed un approccio più *customer focused* che creasse fidelizzazione al marchio. Da questo punto di vista, il grande crack degli ultimi anni è rappresentato dalle compagnie *low cost*, emerse sul mercato a meta anni '90 e che – attraverso un costo bassissimo dei biglietti – hanno avuto una netta ascesa nel corso dell'ultimo decennio.

Senza dilungarsi troppo su una tematica piuttosto ampia, le compagnie a basso prezzo si differenziano da quelle tradizionali per i seguenti motivi²⁷⁶:

- Biglietti per un'unica classe senza distinzione fra *business* ed *economy*;
- Tende a offrire, per il corrispettivo del biglietto, il solo servizio di trasporto;
- Collegamenti *point-to-point*: offre viaggi senza scali e consente di raggiungere mete lontane (nazionali e continentali) a prezzi accessibili;

²⁷⁴ Giorgia Profumo, *Le strategie di crescita nei servizi di trasporto aereo* (Torino: Giappichelli Editore, 2017).

²⁷⁵ Fra tutti, Taneja (2003) e Boutin et al. (2016)

²⁷⁶ Unioncamere Lombardia, «Indicatore di accessibilità e analisi del mercato low cost in Europa», 2008.

- Canali commerciali diretti (internet o applicazione smartpone) che rendono più corto il processo di scelta e prenotazione del viaggio.

Il settore aereo presenta una domanda assai segmentata e variabile e un sistema del valore dove emergono forti *players* di grandi dimensioni e molto concentrati, che presentano un potere contrattuale piuttosto elevato, quali i costruttori di aeromobili e di motori, gli aeroporti, le società di catering, le società che gestiscono i sistemi di prenotazione computerizzati (CRS – Computer Reservation System), ecc²⁷⁷. Esso può essere definito come un oligopolio differenziato con atteggiamenti collusivi, in cui tuttavia i principali attori con presenza globale possiedono ben poche quote di mercato al di fuori del proprio paese di provenienza²⁷⁸, ad esclusione di alcune compagnie *low cost*. Quest'ultime – prevalentemente in Europa – sono state in grado di espandersi capillarmente nei principali paesi del vecchio continente sottraendo clienti alle compagnie di bandiera nonostante la loro nascita recente. Ad esempio, si pensi a compagnie come Ryanair ed EasyJet (rispettivamente irlandese e britannica) che – facendo leva su prezzi non concorrenziali e altre pratiche commerciali²⁷⁹ – sono riuscite a stabilirsi competitivamente nei principali mercati dell'Eurozona:

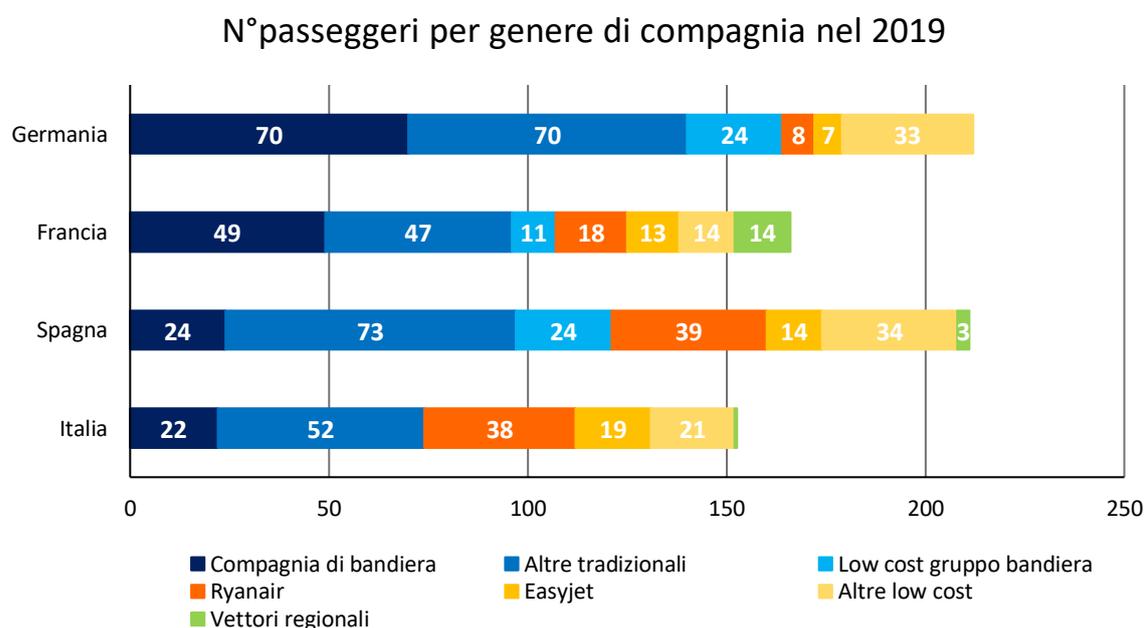


Figura 5.1: milioni di passeggeri per tipologia nei 4 paesi principali dell'Eurozona - Fonte: *Enac* (2020)

²⁷⁷ Per le dinamiche competitive, vedi *infra* §5.1.3.

²⁷⁸ James A. Brander e Anming Zhang, «Dynamic oligopoly behaviour in the airline industry», *International journal of Industrial organization* 11, n. 3 (1993): pp. 407–35.

²⁷⁹ Ovviamente bisogna considerare, fra gli altri fattori, anche le condizioni di perenne crisi e la mala gestione di alcune compagnie di bandiera: un esempio su tutti è Alitalia.

Da un punto di vista più ampio, il mercato aereo è fortemente influenzato da due variabili: shock economici e macro-ambientali con un elevato impatto sui risultati aziendali e da una struttura dei costi tendenzialmente rigida con una forte componente fissa (si veda §5.1.2).

Per quanto attiene al primo elemento, le relazioni tra l'andamento del settore e la domanda di trasporto aereo sono molto strette. Nello specifico, Pellicelli (1996) ha evidenziato due tipologie di correlazioni: una legata con il ritmo di sviluppo dell'economia; l'altra con le diverse fasi del ciclo economico²⁸⁰.

Per quanto riguarda il primo caso, è palese sostenere che la domanda sia direttamente proporzionale alla crescita del benessere degli individui: quanto più aumentano i redditi medi delle persone, infatti, tanto maggiore è la propensione a spendere per il tempo libero e quindi per il trasporto aereo. L'aumento del PIL, inoltre, agisce positivamente sugli scambi internazionali, favorendo dinamiche come viaggi di lavoro e trasporto merci. La seconda correlazione afferma che nelle fasi ascendenti del ciclo economico la domanda si espanda velocemente, in cui i clienti si mostrano *service sensitive*; viceversa, in fase recessiva i clienti sono *price sensitive*, giustificando le loro scelte in base al prezzo²⁸¹.

Il trasporto aereo non dipende esclusivamente dalle capacità di spesa dei singoli individui: è uno dei settori che più di tutti è legato all'andamento degli altri segmenti dell'economia²⁸². Il buon funzionamento dell'impresa dipende dall'equilibrio di altri fattori, come il prezzo e i rifornimenti di carburante, i servizi aeroportuali e il lavoro delle aziende ingegneristiche ed elettroniche per le innovazioni tecnologiche dell'aereo. Con riferimento a quest'ultimo punto, la maggior parte dei *player* ricercano costantemente livelli sempre più elevati di efficienza in ogni step del servizio offerto al cliente. Questo non si traduce esclusivamente nel miglioramento tecnico dei cosiddetti "strumenti di bordo" (radar, motori, servizi di rilevazione e quant'altro), ma anche nel costante perfezionamento di servizi accessori via web come la prenotazione e il check-in online, oltre alla possibilità di avere il biglietto in formato elettronico in pieno rispetto delle politiche di sostenibilità.

A tal proposito, un'altra caratteristica evidente del trasporto aereo è l'elevata mole di inquinamento prodotto (oltre 750 milioni di tonnellate di CO₂ nel 2019, secondo per

²⁸⁰ Anna Claudia Pellicelli, *Le compagnie aeree. Economia e gestione del trasporto aereo*. (Milano: Giuffrè Editore, 1996).

²⁸¹ Buyung Agusdinata e Wouter De Klein, «The dynamics of airline alliances», *Journal of Air Transport Management* 8, n. 4 (2002): pp. 201–11.

²⁸² Mauro Marchese et al., «Stima del rischio sistematico per l'industria del trasporto aereo», *Finanziaria*, n. 74 (2009): pp. 20–46.

emissioni dopo il trasporto su strada²⁸³). Si tratta purtroppo di un grosso limite del settore, a cui la UE sta cercando di porre rimedio attraverso un programma di stabilizzazione delle emissioni chiamato CORSIA²⁸⁴.

Chiaramente, trattandosi di un settore così influenzato dall'andamento dell'economia globale, anche gli avvenimenti esogeni al sistema sono in grado di influenzare significativamente la redditività del settore. Si pensi, ad esempio, agli eventi drammatici che ne hanno incrinato la fiducia (l'attacco terroristico dell'11 settembre o la tragedia Germanwings 2015) o alle disposizioni normative che limitano l'uso degli aerei (l'esempio più attuale sono le norme restrittive per contrastare la pandemia Covid-19) oppure ancora a condizioni meteorologiche avverse che possono portare la cancellazione dei voli per settimane (succede spesso nel Nord America a causa di eventi climatici quali uragani). Si trattano di circostanze che – pur non avendo origine strettamente economica – possono portare a risultati reddituali estremamente negativi: nell'ultimo trimestre 2001, il mercato aereo statunitense fece registrare un crollo dei ricavi del 39%, mentre l'attuale crisi pandemica ha ridotto nel 2020 i ricavi di tutte le compagnie mondiali per un totale di – 55,9% rispetto all'anno precedente²⁸⁵. Ancora, l'aumento del prezzo del carburante nel 2016 ha influenzato direttamente la redditività delle compagnie, interrompendo la discesa dei costi unitari che l'anno precedente aveva addirittura segnato un – 15%.

Si tratta, in conclusione, di un settore i cui risultati sono estremamente volatili e capaci di cambiare significativamente nel corso di pochi anni, data l'elevata mole di fattori (alcuni di essi altamente imprevedibili) da cui esso dipende.

5.1.2 La struttura dei costi e le redditività

Come accennato, il settore presenta una componente di costo fissa molto elevata che in alcuni casi è arrivata a coprire il 75% dei costi totali, anche se recenti politiche di *restructuring* e/o di riposizionamento ne hanno abbassato la percentuale²⁸⁶. Si tratta

²⁸³ Cristina Da Rold, «Quanto inquinano gli aerei? Il settore produce il 2% circa delle emissioni», Sole24Ore, 23 settembre 2019, <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2019/09/23/quanto-inquinano-gli-aerei/>.

²⁸⁴ Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation. È un programma internazionale approvato dall'ICAO (Organizzazione Internazionale per l'Aviazione Civile) che mira a stabilizzare le emissioni di CO₂ ai livelli del 2020 richiedendo alle compagnie aeree di compensare la crescita delle loro emissioni dopo il 2020.

²⁸⁵ Vedi *infra* §5.2.

²⁸⁶ Nawal K. Taneja, *Airline survival kit: Breaking out of the zero profit game* (Hants: Ashgate Publishing, 2003), p. 11.

palesamente di un business *capital intensive*, dato il costo degli asset necessari per lo svolgimento dell'attività (primi fra tutti gli aerei) e il numero di velivoli presenti nella flotta e il numero di rotte servite²⁸⁷. Gli ingenti investimenti di tutti i soggetti coinvolti nel settore (compagnie aeree, costruttori e aeroporti) focalizzano l'attenzione sui costi marginali, soprattutto in riferimento alla possibilità di praticare prezzi inferiori nel breve periodo. Questa peculiare struttura dei costi conduce spesso ad una feroce concorrenza sui prezzi, in cui, ad es. le compagnie aeree applicano prezzi di vendita dei posti ad un importo vicino ai costi variabili²⁸⁸.

Il sistema dei costi delle compagnie aeree è influenzato dalla classificazione adottata dall'ICAO (*International Civil Aviation Organization*), ossia un'organizzazione mondiale le cui compagnie dei paesi membri sono tenute a redigere il conto economico in modo standardizzato. Secondo tale schema, i costi più importanti da tenere in considerazione sono²⁸⁹:

- *CASM (Cost per Available Seat Mile)*: esprime il costo che la compagnia deve sostenere per il singolo cliente in base alla distanza percorsa. Si ottiene dividendo i costi operativi sostenuti per l'ASM (vedi infra) ed è uno strumento che valuta l'efficienza della compagnia aerea: un valore più basso, denota una maggior profittabilità dell'impresa.
- *ASM (Available Seat per Mile)*: calcolato moltiplicando il numero di miglia che percorrerà un aereo per il numero di posti disponibili per quella tratta, misura la capacità disponibile dell'aereo di generare ricavi.

I CASM possono essere utilizzati per calcolare numerosi costi all'interno della compagnia, come i costi operativi o semplicemente quelli del personale. Fazzini (2007) – per comprendere al meglio le dinamiche di costo – utilizza la distinzione fra costi operativi e no. I primi sono dati dall'insieme di spese direttamente connesse alla “offerta” del servizio di trasporto aereo; i secondi emergono dalla gestione finanziaria non strettamente legata al trasporto aereo, quali ad esempio: minusvalenze dalla vendita dei velivoli, interessi pagati sui debiti di lungo termine, perdite su cambi, e così via²⁹⁰.

²⁸⁷ Profumo (2017), *op. cit.*, pp. 62-63

²⁸⁸ Bijan Vasigh, Ken Fleming, e Thomas Tacker, *Introduction to air transport economics: from theory to applications* (Routledge, 2018).

²⁸⁹ Nelle compagnie aeree di area non anglosassone, utilizzando il sistema metrico decimale, si chiamano rispettivamente CASK e ASK (K sta per *Kilometres*).

²⁹⁰ Pellicelli (1996), *op. cit.*

I costi operativi, a loro volta, si suddividono in diretti o indiretti: i costi *diretti* sono direttamente attribuibili alle operazioni della compagnia aerea e vengono sostenuti ogni volta che la compagnia effettua il servizio di volo. La tabella seguente offre una panoramica specifica su quali costi sostenuti siano di una tipologia o dell'altra:

Tabella 5.1: suddivisione fra elementi diretti e indiretti dei principali costi operativi delle compagnie aeree

| <i>Costi operativi DIRETTI</i> | <i>Costi operativi INDIRETTI</i> |
|---|----------------------------------|
| Personale (cabina e terra) | Marketing e promozione |
| Carburante | Stazionamento a terra |
| Assicurazione | Servizi ai passeggeri |
| Tariffe aeroportuali e di volo | Generali ed amministrative |
| Noleggio e leasing dell'equipaggiamento | |
| Ammortamenti e svalutazioni | |
| Manutenzione e revisione | |
| Servizi ai passeggeri | |

Fonte: rielaborazione propria da *Bevilacqua (2018)*

Entrando nel dettaglio delle due principali voci di costo, appare evidente come il personale sia una delle più rilevanti. Secondo le stime ABBB, sono circa 11.3 milioni le persone che lavorano direttamente nel settore e 11.8 quelle che operano indirettamente, sostenendo oltre 44.8 milioni di posti di lavoro nel settore turistico.

Il fattore umano, secondo recenti studi²⁹¹, impatta notevolmente sul totale dei costi delle compagnie aeree, arrivando a toccare una quota variabile fra il 30% e il 40% nei vettori americani e il 25% e il 35% in quelli europei.

Si tratta della componente di costo più elevata per la maggior parte delle compagnie del settore, causata anche dal crollo del prezzo del petrolio che – a sua volta – ha ridotto l'incidenza del carburante all'interno dei costi operativi. Data la struttura prevalentemente fissa dei costi operativi, le operazioni di riduzione attuate dalle imprese negli ultimi anni si sono concentrate prevalentemente sul personale, visto che si tratta di una delle poche voci su cui le compagnie aeree godono ancora di un certo grado di controllo²⁹².

²⁹¹ Geraint Harvey e Peter Turnbull, «The development of the low cost model in the European civil aviation industry», 2012.

²⁹² Lorenzo Bevilacqua, «Il marketing dei servizi di trasporto aereo» (Università degli Studi di Padova, 2018).

Le compagnie aeree low cost hanno generalmente dei costi operativi sensibilmente più bassi rispetto alle compagnie di bandiera (dovuti anche alle forme contrattuali di assunzione tipicamente stagionali o part-time) e vanno ad incidere – in media – circa la metà: 14% contro il 28%. Si guardi il contributo grafico che confronta l’incidenza del costo del personale fra le principali compagnie europee di bandiera e low cost:

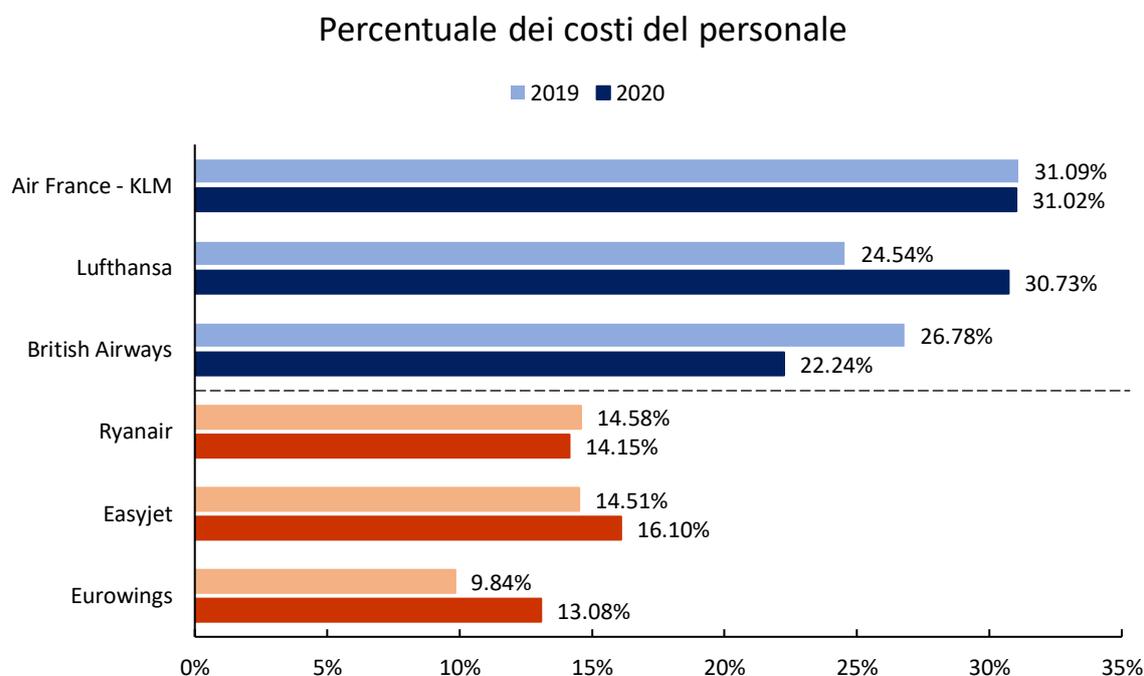


Figura 5.2: incidenza % del costo del personale sulla totalità dei costi operativi nel biennio 2019-2020. Confronto fra compagnie di bandiera (in blu) e low cost (in rosso) – Fonte: *elaborazione propria*

L’altra voce di uscita con una notevole rilevanza all’interno delle compagnie aeree è il carburante. Il relativo consumo varia a seconda del tipo di aeromobile, nonché dalla potenza del motore e da altre variabili strettamente connesse con l’andamento del viaggio (tratta coperta, condizioni atmosferiche, altura, ecc.). Al contrario del personale, il carburante è un costo dalla natura estremamente variabile, considerando anche le fluttuazioni del valore del petrolio nel corso degli anni. Questo consente di assoggettare le compagnie aeree, nonostante alcune differenze strutturali, ad alcuni trend comuni la cui volatilità è piuttosto elevata.

Il carburante era stato per anni la parte di costo con maggior impatto nel conto economico delle compagnie aeree; ora – grazie soprattutto alla discesa del prezzo del petrolio – non possiede più il ruolo di leadership, riducendo per il management la componente di aleatorietà in sede di redazione del budget delle spese. Il grafico 5.3, che mostra l’incidenza della

benzina per le compagnie aeree, mette in evidenza il netto calo di cui si è appena parlato negli ultimi dieci anni (dal 33,2% del 2012 al 23,5% del 2019²⁹³).

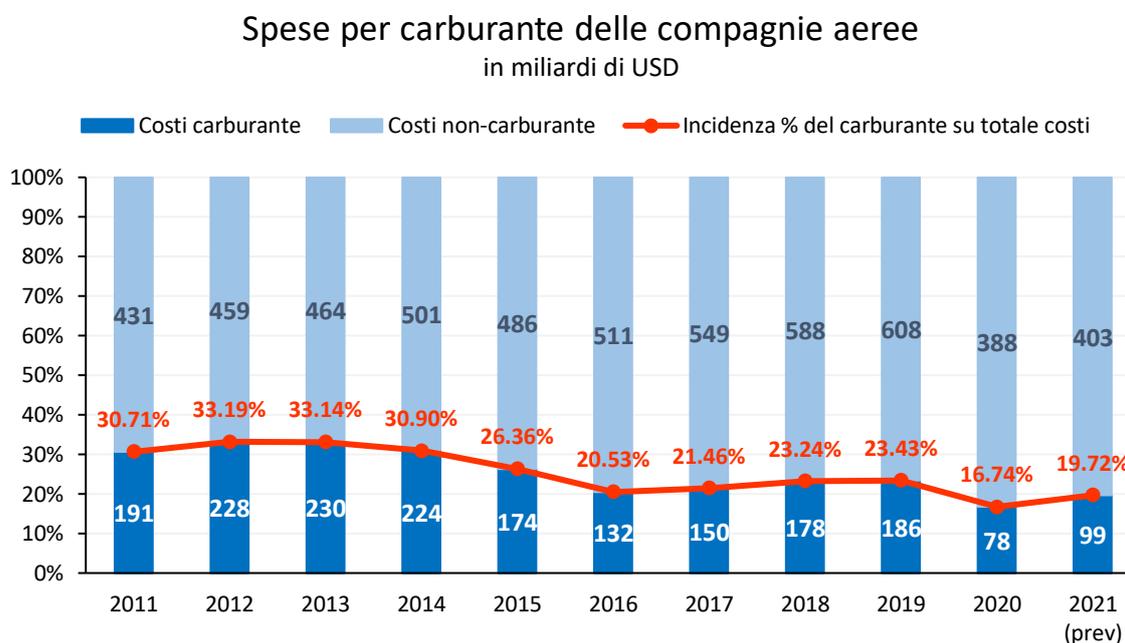


Figura 5.3: l'incidenza del carburante sui costi totali delle compagnie aeree nel periodo 2011-2021 – Fonte: Iata (2021)

Data la sua importanza, dal 2011 al 2015 – grazie al crollo del prezzo del petrolio – tutte le compagnie aeree hanno visto ridursi i costi medi unitari per poi ritornare a crescere dal 2016 quasi proporzionalmente all'aumento di tale materia prima (figura 5.4). Inevitabilmente questo ha condizionato non solo i ricavi medi unitari, ma anche l'utile operativo: nel 2014 e 2015 era rispettivamente a 59,8 e 65,2 miliardi USD, per poi riassetarsi a livelli più bassi a partire dall'anno successivo.

²⁹³ Data l'emergenza sanitaria scoppiata a inizio 2020, si è ritenuto più opportuno riportare i dati dell'ultimo anno in cui il settore non è stato soggetto a shock che ne hanno stravolto le dinamiche. Nel grafico 5.2, ad ogni modo, sarà possibile altresì vedere l'impatto del carburante sia nel 2020 che nel 2021 (quest'ultimo previsionale)

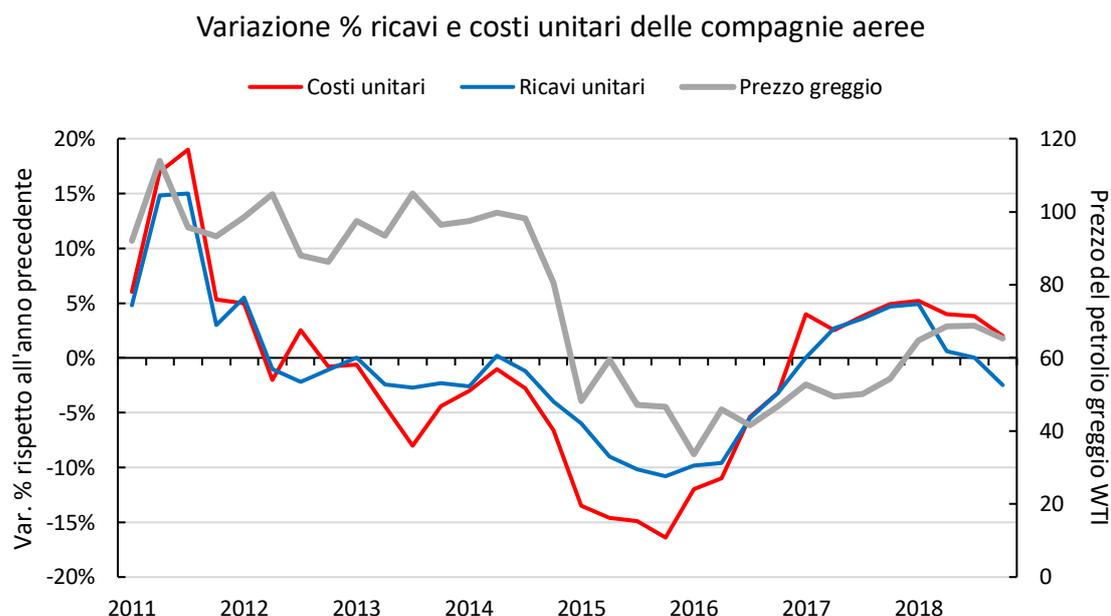


Figura 5.4: Evoluzione dei ricavi e costi medi unitari delle compagnie aeree (servizio passeggeri) e confronto con il prezzo del petrolio WTI- Fonte: *Iata (2019)*

Per ridurre l'imprevedibilità del carburante e impedire conseguenze negative sul CASM, le compagnie aeree possono adottare diverse soluzioni. Oltre a cercare di rendere più efficienti i consumi, molte compagnie aeree stipulano contratti *futures*²⁹⁴ con le big del petrolio per "bloccare" il prezzo per un determinato periodo di tempo, rendendo tale spesa alla stregua di un costo fisso. Chiaramente, tale azione sarà remunerativa quando il prezzo del greggio fluttuerà verso l'alto e viceversa nel caso contrario.

La letteratura di settore si chiede ormai da tanto tempo se potesse esistere in tal senso una dimensione ottima d'impresa, dato che si tratta di un business ad alta intensità di capitale. Teoricamente, l'alta presenza di costi fissi dovrebbe in linea teorica portare le imprese a sfruttare il fenomeno delle economie di scala e quindi una maggior concentrazione dell'offerta.

Nonostante molti studiosi hanno rigettato tale ipotesi (*"L'evidenza (...) porta a trarre un'unica considerazione: le economie di scala sono inesistenti o trascurabili in questo settore"*²⁹⁵), la realtà ha dimostrato che per il settore esistono evidenti economie di densità scopo.

²⁹⁴ Si tratta di un legale accordo stipulato fra due parti finalizzato all'acquisto o alla vendita di una particolare *commodity* (si tratta generalmente di una materia prima) a un prezzo prefissato in un determinato momento nel futuro.

²⁹⁵ Lawrence J. White, «Economies of scale and the question of natural monopoly in the airline industry», *J. Air L. & Com.* 44 (1978): p. 545.

Le prime sono riconducibili alle riduzioni dei costi medi unitari all'aumentare della densità di traffico sulla singola tratta: aumentando la frequenza dei voli, nonché la lunghezza della destinazione e i posti disponibili sull'aereo si trattano sostanzialmente di economie di scala su una singola tratta servita²⁹⁶. La lunghezza della destinazione, in quest'ottica, ottimizza la capacità di trasporto e non è influenzata dai costi dei servizi aeroportuali; le dimensioni dell'aeromobile scaturiscono economie di scala da una delle maggiori componenti fisse di costo: il personale e le tariffe aeroportuali. Il loro valore, infatti, non è proporzionale al numero di passeggeri o alla grandezza del mezzo di trasporto.

Le economie di scopo sono riconducibili alla produzione congiunta di beni e/o servizi come il numero di tratte coperte e il trattamento offerto a bordo (*first class, business* o *economy* per fare un esempio). Il servizio offerto, come detto nel §5.1.1, è tendenzialmente omogeneo (si tratta pur sempre di un trasporto), ma inizia a differenziarsi generalmente in base alla tratta che esegue la compagnia e – soprattutto – se si tratta di una low cost oppure no. Nonostante l'industria aerea sia effettivamente cresciuta notevolmente con un tasso di crescita di circa 5 punti percentuali l'anno a partire dagli anni Sessanta, si tratta di un settore in cui i margini di profitto sono sempre più bassi e la redditività in calo: è quello che Doganis, nel suo testo, definisce come “il paradosso dell'aviazione”²⁹⁷.

Le aerolinee, infatti, rappresentano l'anello debole dell'intera catena del valore in cui la bassa redditività risulta ancora più marcata se confrontata con gli altri attori operanti nel settore. Essi sono dotati di un potere contrattuale molto elevato e sono fra gli altri:

- Costruttori di aerei e relative componenti: operano solo 4 imprese che detengono quasi il 100% del mercato (Airbus, Boeing, Bombardier ed Embraer);
- Imprese che noleggiavano auto in leasing: i primi 10 operatori coprono l'80% delle vendite e due di loro (GECAS e ILFC) rappresentano il 45% del mercato;
- Imprese che offrono servizi accessori: ad esempio, per quanto riguarda i sistemi di prenotazione computerizzati, cinque operatori coprono circa l'80% del mercato (Sabre, Amadeus, Galileo, Travelport, Travel-sky).

In questo sistema, le compagnie aeree hanno una redditività del capitale investito molto più bassa rispetto al costo del capitale. Un'analisi Iata condotta nel 2013 ha comparato fra loro il ROIC degli attori sopra menzionati, evidenziando come si trattino dei *players* peggiori:

²⁹⁶ Profumo (2017), *op. cit.*, pp. 71-73

²⁹⁷ Rigas Doganis, *The airline business* (Londra: Routledge, 2005).

Il sistema del valore del trasporto aereo

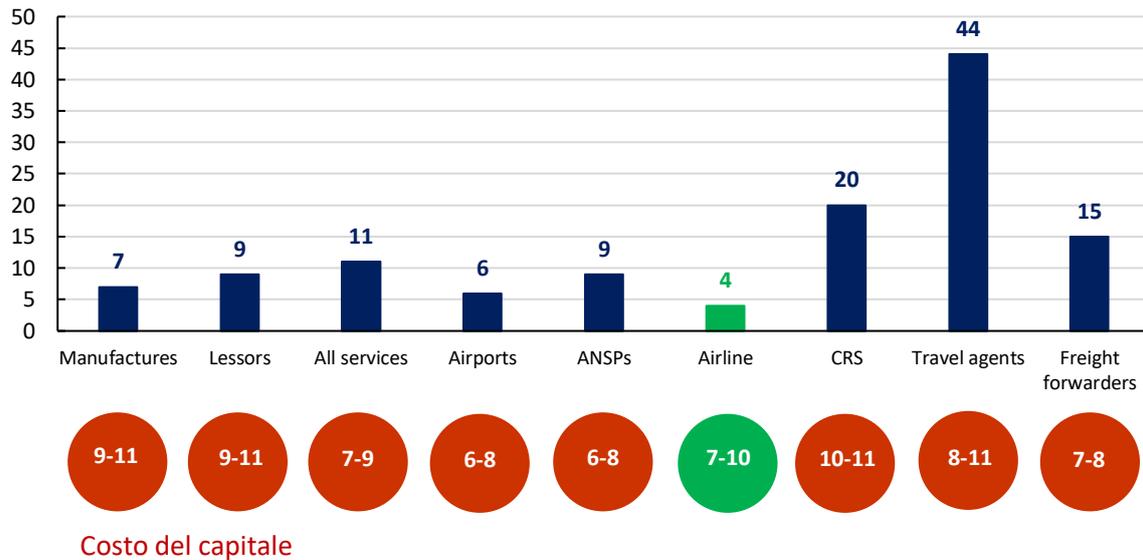


Figura 5.5: confronto fra il ROIC e il WACC dei principali players del settore. Periodo campione: 2004-2011 - Fonte: Iata (2013)

Come si evince dal grafico, le compagnie aeree possedevano un ROIC da 3 a 6 punti percentuali più basso rispetto al costo del capitale, distruggendo quindi valore per gli azionisti. Solo a partire dal 2004 le compagnie aeree hanno iniziato ad avere una lenta ripresa, iniziando a coprire interamente il costo del capitale investito a partire dal 2014. Come preventivabile, dopo un 2019 in cui il settore presentava un ROIC del 5,9% (comunque al di sotto del WACC al 7,4%) si è verificato un crollo dovuto alla situazione pandemica, che ha portato il ROIC del settore a -17,7% nel 2020 con un previsionale di -6,8% per l'anno corrente²⁹⁸.

Chiaramente la redditività dei vettori è fortemente influenzata dalla struttura dei ricavi e dei costi. In tal senso, i ricavi medi unitari misurati in RPK (*Revenues Passenger per Kilometers*) hanno iniziato un lento declino a cui – nel corso degli anni – hanno contribuito: le ridotte tariffe degli operatori *low cost*; la maggiore disponibilità di informazioni a disposizione dei clienti grazie al tariffario presente su internet (eliminando quindi uno dei grandi vantaggi delle compagnie, ovvero l'asimmetria informativa); lo sviluppo del segmento dei viaggi a lungo raggio che presenta *yields* inferiori rispetto ai voli *short-haul*²⁹⁹; il rapido progresso della domanda turistica, rispetto a quella per affari, che comporta una maggiore incidenza di tariffe scontate³⁰⁰. In termini di marginalità torna comodo descrivere lo *airline passenger*

²⁹⁸ Iata, «Economic performance of the airline industry», novembre 2020.

²⁹⁹ Letteralmente “corto raggio”.

³⁰⁰ Stephen Holloway, *Straight and level: practical airline economics* (Londra: Routledge, 2016).

yield, che può essere definito come il margine guadagnato dalle compagnie aeree per ogni miglio o kilometro effettuato da un passeggero e si calcola dividendo i ricavi ottenuti dal pagamento dei biglietti per RPK. Utilizzando questa metrica, si nota come questo margine sia in discesa costante dal 2012, nonostante i ricavi generati dai passeggeri e il *load factor*³⁰¹ abbiano nello stesso periodo mostrato una tendenza contraria (grafico 5.6). Questo spiega il motivo per cui – COVID a parte – le compagnie aeree hanno una redditività molto bassa, sia confrontate con gli altri *incumbent*, sia con le altre imprese di trasporto e servizi.

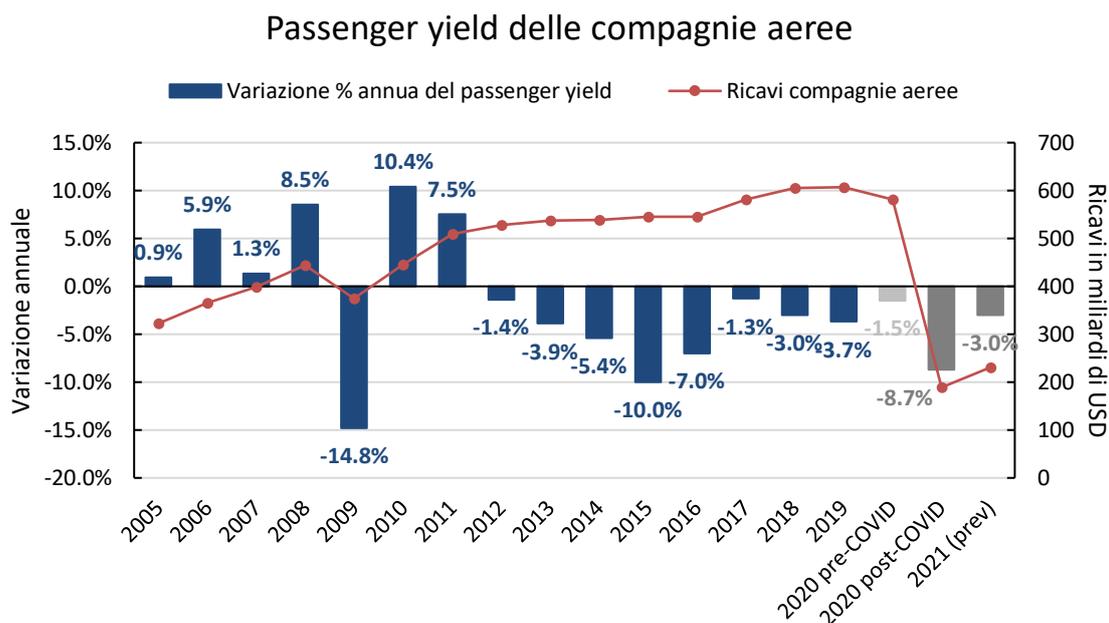


Figura 5.6: confronto fra la variazione % annua del passenger yield e i ricavi delle compagnie aeree mondiali nel periodo 2005 - 2021 - Fonte: Statista (2021)

5.1.3 Le dinamiche competitive

La comprensione delle odierne dinamiche competitive presuppone la conoscenza del processo evolutivo che ha connotato il mercato aereo negli ultimi cinquant'anni, partendo dall'analisi degli aspetti normativi alla base della liberalizzazione del settore e degli effetti sul mercato di tale processo.

I processi di deregolamentazione sono iniziati nei primi anni '70, in un periodo in cui le principali compagnie aeree erano in stato di forte crisi a causa della recessione, del prezzo petrolifero in ascesa nonché una palese difficoltà a contenere i costi in ascesa e a sopportare ricavi poco consistenti. Da questo contesto scaturì negli Stati Uniti un progetto di legge

³⁰¹ Il *Passenger Load Factor* (PFL) misura quanto venga sfruttata la capacità di trasporto dell'aereo. Viene calcolato dividendo RPK per ASK.

approvato nel 1978 (*Airline Deregulation Act*) che consentì alle compagnie aeree di operare rotte verso un'altra nazione senza alcun vincolo, nonché di operare servizi di cabotaggio all'interno di un'altra nazione e di eliminare le restrizioni alla proprietà straniera nell'azionariato delle compagnie aeree.

Questo processo di apertura alla concorrenza – che in Europa è stato decisamente più graduale³⁰² – fecero scaturire degli effetti che sconvolsero il settore: negli Stati Uniti il traffico dei passeggeri crebbe del 55%, l'occupazione nel settore aumentò a sua volta del 32%, le tariffe si ridussero del 17% ed entrarono sul mercato un gran numero di nuovi concorrenti con modelli competitivi piuttosto aggressivi, quali le compagnie Low Cost³⁰³.

La premessa appena svolta aiuta a comprendere l'attuale grado di concentrazione dell'offerta nonché le eventuali barriere all'entrata presenti in questo business.

Per quanto riguarda il primo elemento, non tutti gli studiosi sono concordi sul grado di concentrazione del settore: alcuni lo ritengono piuttosto concentrato (Pellicelli, 1996; Hanlon, 1999), mentre altri sostengono che esso lo è scarsamente e tendente alla frammentazione (Carlton et al., 1980; Swan, 2007). In realtà, la concentrazione dipende molto dal mercato e dal segmento che si prende come punto di riferimento. Considerando la singola rotta, il mercato appare molto concentrato, visto che nel collegamento fra 2 città operano generalmente un paio di vettori al massimo; se la tratta comprende un hub, molto spesso tale aeroporto non riesce ad accogliere più di una compagnia di grandi dimensioni, portando di fatto al dominio dello scalo da parte di un solo concorrente.

Considerando i ricavi come criterio per valutare le quote di mercato, nel singolo continente il CR8³⁰⁴ è pari all'84% nel mercato statunitense, contro il 60% europeo e il circa 40% asiatico nel 2020. Usando il panorama internazionale come benchmark, il grado di concentrazione delle prime otto aziende è inevitabilmente inferiore a seguito dei continui processi di deregolamentazione di cui sopra: nel 2020, esso è stato pari al 32.3%, seguendo un trend di continua diluizione (42% nel 1981, 41% nel 2001, 28,5% nel 2015)³⁰⁵.

³⁰² A partire dal 1987, la Commissione Europea ha varato tre diversi pacchetti di riforma del trasporto aereo (1987, 1990 e 1992) che hanno portato alla piena liberalizzazione del settore anche in Europa.

³⁰³ Alfredo Macchiati e Diego Piacentino, *Mercato e politiche pubbliche nell'industria del trasporto aereo* (Bologna: Il mulino, 2006).

³⁰⁴ *Concentration ratio* che raggruppa i primi 8 operatori in termini di quota di mercato

³⁰⁵ Profumo (2017), *op. cit.*, p. 75

Quota di mercato mondiale delle principali compagnie aeree

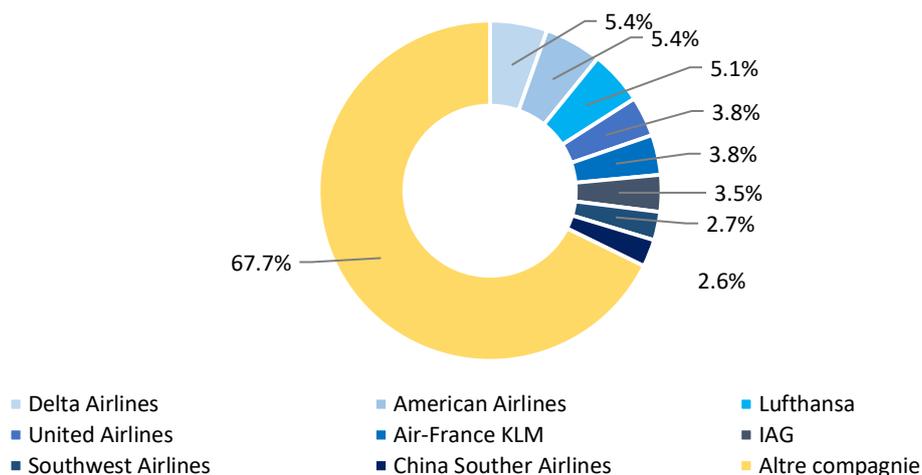


Figura 5.7: market share mondiale delle prime otto compagnie in base ai ricavi nel 2020 - Fonte: *Statista (2021)*

La concentrazione del settore – e la correlata facilità o meno di ingresso per le imprese nuove entranti – appare strettamente legata all’esistenza di barriere all’entrata. La loro presenza rende, infatti, meno attrattivo un mercato, riducendo la minaccia di nuovi concorrenti.

Nonostante molti studiosi (Baumol et al., 1982) abbiano affermato che il mercato era contendibile sulla scorta dei processi di liberalizzazione, il business del trasporto aereo presenta delle grosse barriere all’ingresso³⁰⁶. Fra queste, spiccano la presenza di elevati *sunk costs* iniziali come i costi pubblicitari o di noleggio per il periodo “di prova”, nonché la presenza di elevate economie di scala, esperienza e scopo. Esistono anche elevate barriere di natura strettamente normativa (anche se, ovviamente, in forma decisamente più flessibile rispetto agli anni Settanta), nonché di natura strettamente istituzionale soprattutto in Europa: quest’ultime, nello specifico, riguardano l’accesso alle rotte e ai diritti di cabotaggio e la proprietà straniera del capitale (attualmente limitata al 49%). A livello istituzionale, la barriera con un impatto maggiore rimane quella relativa all’assegnazione degli slot aeroportuali, in cui le diverse normative tendono a mantenere in essere i diritti acquisiti da parte degli incumbent, i cosiddetti *grandfather’s rights*: in questo modo per le compagnie emergenti diventa difficile accedere agli aeroporti più congestionati e con fasce orarie “comode” per i clienti³⁰⁷. Si tratta di una barriera generata dalle cosiddette economie di densità e che si acuisce nel caso gli aeroporti siano inseriti in strutture *hub & spokes*, dove

³⁰⁶ Gloria J. Hurdle et al., «Concentration, potential entry, and performance in the airline industry», *The Journal of Industrial Economics* 38, n. 2 (1989): pp. 119–39.

³⁰⁷ Fabio Domanico, «Il trasporto aereo passeggeri in Europa: Contestable Theory, Core Theory o semplicemente Low Cost Carriers?», *Rivista Italiana di Politiche Pubbliche* 1, n. 2 (2006): pp. 33–60.

la congestione dell'hub è più elevata e si può arrivare a situazioni di vero e proprio dominio da parte di un vettore. In tal senso, è stata empiricamente dimostrata una relazione positiva fra il livello di concentrazione dei vettori presenti in aeroporto e il livello dei prezzi dei voli³⁰⁸.

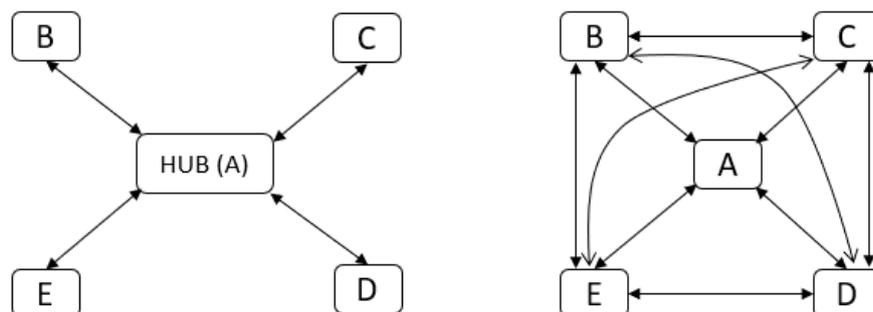


Figura 5.8: il sistema *Hub & Spoke* e *Point-To-Point* – Fonte: *elaborazione personale*

La barriera all'ingresso maggiore è però quella rappresentata dal prezzo applicabile ai biglietti. Le imprese già inserite in questo mercato hanno fisiologicamente la capacità di rispondere subito agli attacchi di prezzo dei nuovi operatori, dato che sono in grado di aggiustarli quasi istantaneamente³⁰⁹; a ciò si aggiunge altresì la loro capacità di ridurre il prezzo mantenendo invariato l'output. Tutto questo gli consente di avere una qual certa rapidità d'azione che gli consentono di essere *price maker* scoraggiando l'ingresso di potenziali entranti.

Da un punto di vista strategico, la liberalizzazione del mercato ha cambiato inevitabilmente anche l'approccio e il focus delle compagnie in questo senso. Con l'apertura del mercato ai vettori low cost, il focus concorrenziale si è inevitabilmente spostato sulla variabile prezzo: le due discriminanti principali al fine di individuare i diversi raggruppamenti strategici sono, quindi, individuabili nel livello dei prezzi e nella copertura e capillarità geografica della rete. In questo panorama, sono individuabili diversi modelli di business:

1. *Compagnie globali con hub principali*

Hanno una copertura internazionale – grazie anche a una serie di compagnie alleate – e una vasta gamma di servizi. Operano attraverso hub principali e applicano tariffe alte in relazione alla qualità di ciò che offrono e alle tratte coperte. In Europa appartengono a tale classe solo tre vettori: British Airways, Lufthansa e Air France – KLM.

2. *Compagnie internazionali con hub secondari*

³⁰⁸ Martin Dresner, Sue Flicop, e Robert Windle, «Trans-Atlantic airline alliances: a preliminary evaluation», *Journal of the Transportation Research Forum* 35, n. 1 (1995).

³⁰⁹ Iniziare ad operare una nuova rotta comporta un certo lasso di tempo per le imprese entranti, al contrario degli *incumbent*.

Coprono un alto numero di destinazioni intercontinentali pur non disponendo della rete delle *major*. Tendono a focalizzarsi sulle tratte che partono dai loro paesi di origine dove sviluppano network nazionali di *feederaggio*³¹⁰ del traffico verso hub secondari. Alitalia rientra in questa categoria.

3. *Vettori nazionali con collegamenti internazionali*

Comprende compagnie pubbliche o vettori nazionali che detengono una dimensione ridotta dei mercati domestici (un esempio sono le imprese dell'est Europa). La rete di collegamenti è piuttosto limitata (sia numericamente che geograficamente) e applicano un prezzo ridotto al fine di competere con le compagnie low cost.

4. *Compagnie regionali di collegamento ad hub*

Svolgono la funzione di feederaggio degli hub delle compagnie appartenenti ai primi due modelli, a cui sono legate mediante diversi accordi. Essendo partner di grandi vettori, generalmente offrono servizi standard, anche se – per esempio – Ryanair presentò un'offerta di feederaggio ad Alitalia nel 2017 sui voli a lungo raggio, pur essendo una low cost.

5. *Vettori low cost*

Sono già state delineate le caratteristiche principali all'inizio del §5.1.1. La loro principale variabile competitiva è senza alcun dubbio il prezzo, attraverso l'offerta di servizi essenziali. La struttura del network è solitamente di tipo *point to point*, senza creazione di un hub e la copertura geografica – se si escludono alcuni casi come Ryanair ed Easyjet – appare piuttosto limitata.

La competizione è molto accentuata nei primi due modelli di business, frutto anche di poche limitazioni e della comparsa recente di vettori provenienti dal Medio – Oriente che, attraverso un'offerta a livello maggiore in termini di confort, hanno intercettato la domanda di molti clienti di classe business. A questa competizione si contrappongono tuttavia anche degli accordi di natura collaborativa comparsi recentemente in cui i vettori globali hanno avviato alleanze con quelli regionali al fine di aumentare il traffico negli *hub* principali e costituire quelle barriere all'entrata legate alle economie di densità.

La concorrenza è poco marcata fra i vettori nazionali e regionali e solo la segmentazione geografica è utile per individuare i principali rivali in tal senso. I vettori Low Cost, invece,

³¹⁰ Il feederaggio riguarda trasporto di merci containerizzate verso paesi esteri che vengono poi scaricate in un porto nazionale dal vettore principale, anch'esso estero, il quale demanda la prosecuzione del viaggio al successivo porto italiano di destinazione ad un sub vettore "feeder" estero che, con regolarità, assicura il collegamento tra due porti nazionali.

si trovano in concorrenza con le altre compagnie della stessa area geografica (terza e quarta classe), nonché con gli operatori principali su determinate tratte, in particolare a lunga percorrenza. Tale concorrenza appare però più difficile, in considerazione del fatto che solitamente i vettori LCC (*Low Cost Carriers*) operano su aeroporti secondari³¹¹. Si riporta, di seguito, il modello di Porter del settore in forma tabellare:

³¹¹ Un esempio pertinente è quello offerto da Ryanair nel Nord Italia, che opera come vettore principale nell'aeroporto di Orio al Serio (BG), il quale è il terzo aeroporto per importanza della città di Milano (dopo Malpensa e Linate).

Tabella 5.2: il modello a 5 forze di Porter per il settore aereo

| <i>Forza di Porter</i> | <i>Grado d'intensità</i> | <i>Motivazioni</i> |
|------------------------------------|--------------------------|--|
| Concorrenza fra rivali nel settore | Alto | Crescita intensa ma soggetta a volatilità; Pochi prodotti e scarso grado di differenziazione; Significative barriere all'uscita. |
| Potere contrattuale dei fornitori | Alto | I produttori di aerei e dei motori sono oligopolistici; Gli aeroporti operano in condizioni di monopolio; Le aziende di servizi (catering, pulizia, ecc.) sono concentrate in numero basso. |
| Potere contrattuale dei clienti | Alto | Il servizio aereo è percepito come standard; I clienti sono <i>price sensitive</i> ; I siti hanno eliminato la trasparenza relativa ai prezzi. |
| Minaccia di prodotti sostitutivi | Medio ma in crescita | Miglioramento e maggior utilizzo di tecnologie che rendono il viaggio superfluo (Skype, Zoom, ecc.); Copertura nazionale garantita da treni ad alta velocità; Le persone che possono permettersi di sostenere il costo di viaggio stanno aumentando, soprattutto in mercati emergenti. |
| Minaccia di nuovi entranti | Alto | Alcuni lati della domanda beneficiano di economie di scala; Facile accesso ai canali distributivi; Bassi costi di transizione. |

Fonte: Pearce (2013)

5.2 Il covid-19 e il settore aereo: conseguenze e prospettive

5.2.1 L’impatto della pandemia Covid-19 sul mercato aereo

Appena prima della pandemia scoppiata a gennaio 2020 e rapidamente diffusasi su scala globale due mesi dopo, il settore aereo era un business fra i più solidi all’interno del terziario, il cui contributo all’economia planetaria era calcolato in 3.500 miliardi di USD e corrispondeva quasi al 4% del Prodotto Interno Lordo globale.

La pandemia Covid-19 è stato lo shock peggiore che il mercato del trasporto aereo abbia mai subito, nettamente peggiore rispetto agli attacchi terroristici del 11 settembre o alla crisi finanziaria del 2009. Fatto 100 il RPK al momento dello shock, tale indice è crollato fino a 19 tre mesi dopo lo scoppio della pandemia, per poi iniziare una lenta ripresa che a maggio 2021 risulta, tuttavia, essere pari a 40. Per capire la gravità dell’impatto, l’RPK a seguito della recessione globale del 1991 era tornato ai medesimi livelli 14 mesi dopo e quasi allo stesso modo a seguito dell’attacco terroristico del 2001 o della crisi del 2009³¹².

Le limitazioni alla mobilità – congiuntamente al timore di viaggiare e a una minore disponibilità liquida delle persone ad effettuare viaggi di piacere – ha colpito duramente un settore che nel 2020 ha registrato ricavi per soli 372 miliardi di USD, ossia il 40% dell’anno precedente per un valore che segna il ritorno ai livelli del 2000.

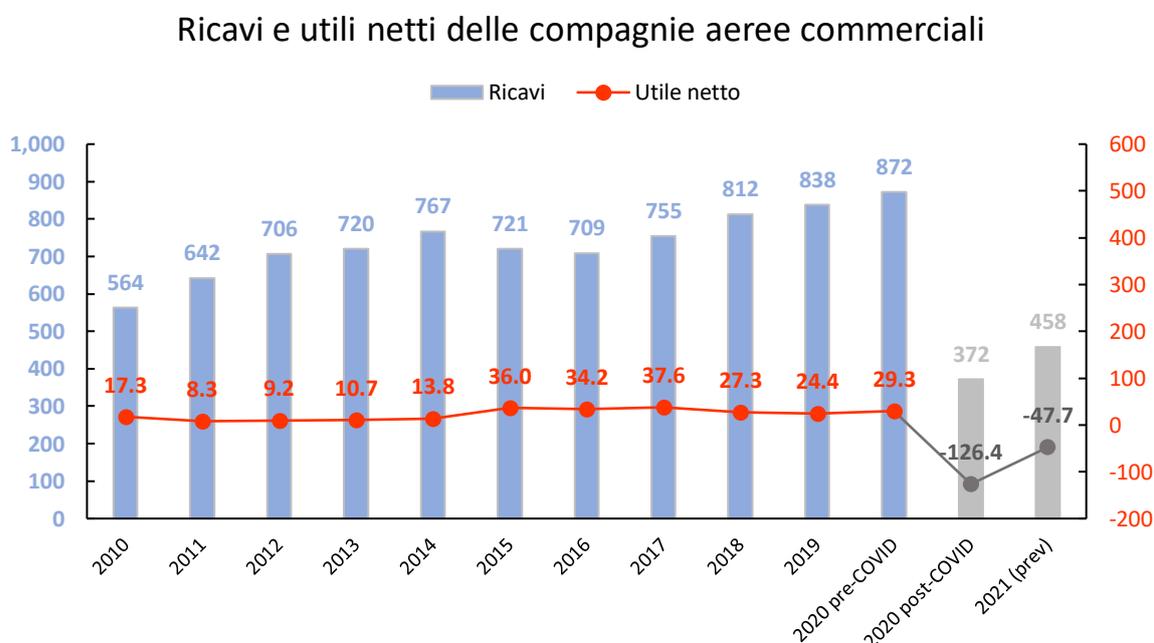


Figura 5.9: ricavi e net profit delle compagnie aeree nel periodo 2010-2021 - Fonte: Iata (2021)

³¹² Brian Pearce, «Covid-19: outlook for airlines’ cash burn».

Inevitabilmente la crisi ha colpito le compagnie aeree dedite al trasporto dei passeggeri in tutte le aree del mondo. Volendo fare un confronto fra macroregioni, le uniche che sono riuscite in termini di *EBIT margin* a reggere l'urto sono state l'Africa e il Medioriente (- 19% per entrambe, dovuto anche però ad un mercato meno sviluppato rispetto ad altre zone), mentre il margine operativo dell'Europa, Nord America e Asia è stato pari a meno 30% per le prime due e meno 27% per il mercato asiatico. Le previsioni per il 2021, nonostante illustrino una crescita ovvia ma allo stesso tempo preventivabile dopo un crollo così fragoroso, evidenziano un settore che rimane in difficoltà pressoché ovunque tranne che negli Stati Uniti: l'*EBIT margin* previsto in questa zona per il 2021 si attesta a quota -2,7%, contro il ben più negativo -19% europeo e -11% asiatico. Le medesime dinamiche sono riscontrabili anche in termini di utile netto, dove a fronte di un crollo indicativamente simile per le principali tre aree considerate nel 2020 (-35 miliardi di USD), solo il Nord America e l'Asia recupereranno terreno in maniera consistente; l'Europa, di contro, riuscirà a migliorare i risultati ma solo mitigando in maniera parziale la perdita (-22 miliardi di USD, contro il -5 e -10,5 statunitense e asiatico). La tabella sottostante riepiloga i risultati economici appena menzionati:

Tabella 5.3: EBIT margin e risultato netto per macroarea 2018 – 2021 (prev.)

| Anno | <i>EBIT margin %</i> | | | | <i>Utile (perdita) netta</i> | | | |
|----------------|----------------------|-------|--------|--------------|------------------------------|------|--------|--------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 (prev.) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 (prev.) |
| Mondiale | 5,7% | 5,2% | -28,0% | -9,4% | 27,3 | 26,4 | -126,4 | -47,70 |
| Nord America | 9,1% | 9,6% | -30,0% | -2,7% | 14,5 | 17,4 | -35,1 | -5,00 |
| Europa | 6,2% | 4,8% | -30,0% | -19,0% | 9,1 | 6,5 | -34,5 | -22,20 |
| Asia | 4,7% | 3,7% | -27,0% | -12,0% | 6,1 | 4,9 | -35,0 | -10,50 |
| Medioriente | 4,6% | -5,2% | -19,0% | -11,0% | -1,5 | -1,5 | -7,9 | -4,20 |
| America Latina | 2,7% | 2,9% | -33,0% | -10,0% | -0,8 | -0,7 | -11,9 | -4,00 |
| Africa | 1,5% | 1,0% | -19,0% | -11,0% | -0,1 | -0,3 | -2,0 | -1,70 |

Fonte: *Iata (2021)*

Oltre ai risultati strettamente economici, può essere utile valutare l'impatto pandemico attraverso le metriche relative al traffico dei passeggeri secondo RPK e APK. Si riscontrano, in termini di declino e ricrescita, risultati molto simili a quelli presentati sopra: il Nord America, l'Europa e l'Asia sono stati soggetti a risultati simili per il 2020, ma per l'anno corrente l'effetto rimbalzo è decisamente migliore nella prima area che non nelle seconde due, che evidenziano una certa difficoltà a ripartire. Le previsioni per l'Europa, nello

specifico, mostrano dei miglioramenti insignificanti sia del punto di vista del traffico passeggeri (solamente +3,6% rispetto al 2020), sia della capacità di trasporto dei passeggeri (+5,5%). Tale dato può essere considerato preoccupante non solo se comparato con le altre il Nord America, ma anche perché nel 2021 si sono tenuti una serie di eventi tali per cui ci si aspettavano numeri migliori (ad esempio il campionato europeo di calcio, con l'aggravante che un torneo svoltosi in 12 paesi avrebbe teoricamente favorito il flusso passeggeri pur con gli stadi a capienza limitata)³¹³. Stesso discorso vale per l'Asia, per la quale valgono le attenuanti che le Olimpiadi Tokyo 2020 si sono tenute a porte chiuse e che vi è un certo pregiudizio da parte del pubblico di viaggiare nelle zone in cui l'emergenza sanitaria ha avuto inizio (in particolare in Cina). In buona sostanza, gli eventi di cui sopra si sono svolti in un contesto sicuramente meno rigido rispetto ai mesi precedenti, ma ancora accerchiato da un alone di incertezza.

Tabella 5.4: metriche di traffico aereo per macroarea 2018 - 2021 (prev.)

| | <i>Passenger traffic (RPK)</i> | | | | <i>Passenger capacity (APK)</i> | | | |
|----------------|--------------------------------|------|--------|--------------|---------------------------------|------|--------|--------------|
| | Variazione % anno precedente | | | vs 2019 | Variazione % anno precedente | | | vs 2019 |
| Anno | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 (prev.) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 (prev.) |
| Mondiale | 7,3% | 4,1% | -65,9% | -57,0% | 6,8% | 3,4% | -57,6% | -47,2% |
| Nord America | 5,3% | 4,0% | -65,2% | -41,5% | 4,9% | 2,9% | -50,2% | -29,2% |
| Europa | 7,5% | 4,2% | -69,9% | -66,3% | 6,5% | 3,5% | -62,6% | -57,1% |
| Asia | 9,3% | 4,7% | -62,0% | -57,8% | 8,7% | 4,4% | -54,0% | -47,6% |
| Medioriente | 5,0% | 2,3% | -72,1% | -67,6% | 5,8% | 0,1% | -63,3% | -58,9% |
| America Latina | 7,4% | 4,2% | -62,1% | -48,9% | 7,8% | 3,0% | -58,3% | -45,2% |
| Africa | 6,1% | 4,7% | -68,9% | -64,5% | 4,3% | 4,5% | -61,1% | -53,6% |

Fonte: Iata (2021)

L'ultimo report IATA (luglio 2021) mostra come nel trasporto dei passeggeri vi sia in corso un graduale miglioramento mensile del RPK³¹⁴. Il dato internazionale mostra un miglioramento del 8,4% del mese di luglio rispetto a quello precedente, in cui tutte le regioni hanno contribuito all'ottenimento del risultato. Anche in questo caso, i vettori americani sono quelli che hanno conseguito i numeri migliori (-62,1% rispetto allo stesso mese del

³¹³ Va osservato che il contesto pandemico ha reso incerti fino all'ultimo gli spostamenti, tanto è vero che durante gli europei si è registrato un +42% di prenotazioni aeree rispetto al mese precedente all'evento (+3% il dato relativo all'edizione 2016). Tale dato apparentemente positivo va letto però sotto una doppia ottica: i confini nazionali stavano riaprendo a maggio/giugno (e quindi inevitabilmente si tratta di una % fortemente condizionata) e non tutte le città ospitanti hanno applicato gli stessi criteri di capienza degli stadi.

³¹⁴ Iata, «Air Passenger Market Analysis», luglio 2021.

2019) viste le ridotte restrizioni rispetto ad altre parti del mondo e una certa prossimità geografica, seguiti a ruota da quelli europei (-64.2%) grazie al ripristino delle rotte fra i paesi del vecchio continente. Dall'altro lato, l'elevate misure contenitive ancora presenti nel mercato asiatico fanno in modo che i *Revenues Passenger Kilometres* in quest'area siano la metà rispetto a luglio 2019. Inevitabilmente, questo condiziona anche l'RPK delle tratte coperte dalle compagnie aeree: le rotte fra l'Asia e gli Stati Uniti nonché quelle fra Europa e Asia non sono ancora tornate ai livelli del 2019 a causa delle differenti condizioni di emergenza ad oggi presenti nei vari paesi e grazie allo sviluppo di tecnologie di interconnessione globale, che hanno facilitato (e reso preferibile) il lavoro da remoto e molto spesso ridotto anche i viaggi d'affari. Molto meglio – come preventivabile – i risultati RPK fra zone vicine, soprattutto nel mercato statunitense dove si prevede un ritorno ai valori pre-pandemia.

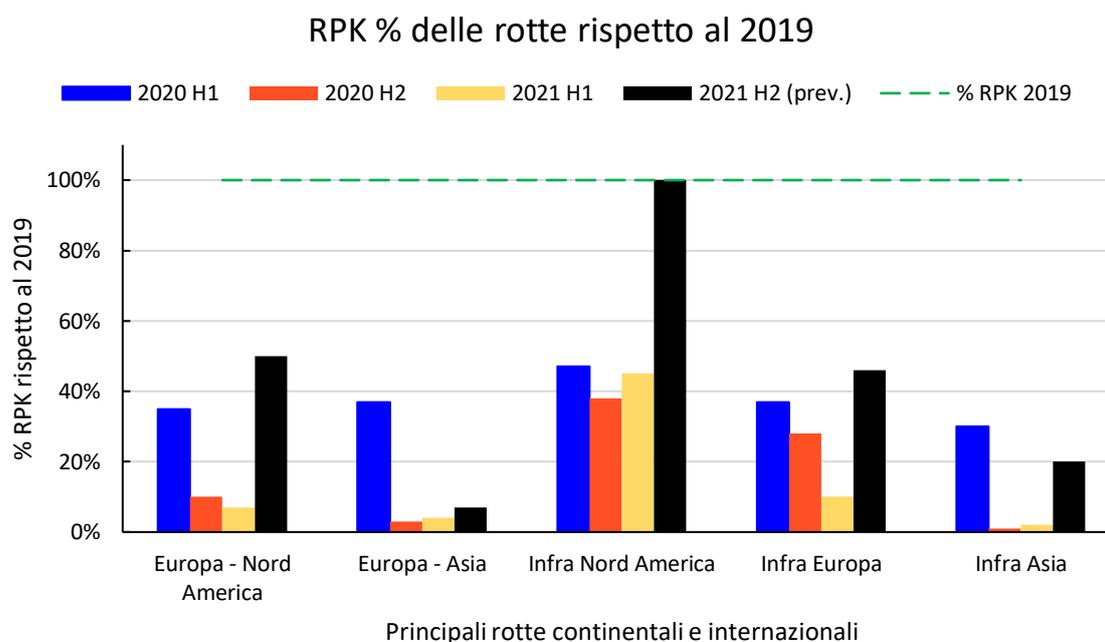


Figura 5.10: RPK % nel periodo post-pandemico confrontato col 2019 - Fonte: *Iata (2021)*

La crisi relativamente ai passeggeri si è ribaltata a sua volta sul mercato italiano, come mostra il grafico seguente relativamente all'afflusso nei principali 5 aeroporti del nostro paese. Milano Malpensa e Roma Fiumicino, dopo numeri positivi dal 2016, hanno visto ridursi il numero di passeggeri del 77,4% e 74,9% rispettivamente.

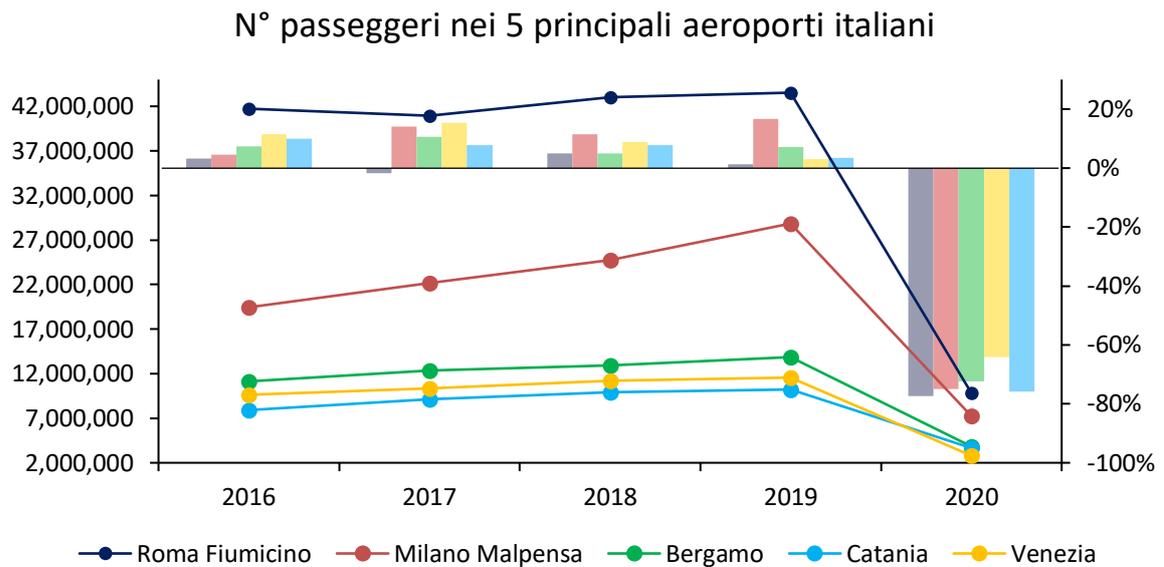


Figura 5.11: confronto del numero di passeggeri nei principali aeroporti italiani per numero e variazione % rispetto all'anno precedente - Fonte: Statista (2021)

La crisi sanitaria non ha solamente modificato i dati reddituali e finanziari delle compagnie aeree, ma ne ha cambiato in alcuni aspetti significativamente la struttura dei costi operativi (vedi *supra* §5.1.2).

L'importanza dei costi variabili è scesa dal 50% al 39% durante il 2020, poiché l'attività del traffico aereo globale è crollata. La quota dei costi del carburante - la più grande voce dei costi operativi - è scesa ancor più maggiormente (oltre 6,8 punti, toccando quota 17,9% nel 2020), riflettendo sia il crollo dei prezzi della benzina per gli aeromobili, sia il calo record dei volumi di viaggio. D'altra parte, poiché i costi fissi e parte dei costi semi-fissi dovevano essere pagati indipendentemente dallo stato del settore, la loro quota è aumentata durante la pandemia dal 50% al 61%. Il più significativo è stato l'aumento della quota D&A (dal 7,4% al 13,1%) che è diventata la seconda voce dei costi operativi nel 2020. Date le notevoli difficoltà nel limitare i costi fissi e semi-fissi, le compagnie aeree non sono state in grado di tagliare il totale le spese operative totali in maniera sufficiente da eguagliare il calo delle entrate totali nel 2020 (-40% contro -56%).

Differenza % delle componenti di costo fra il 2019 e 2020

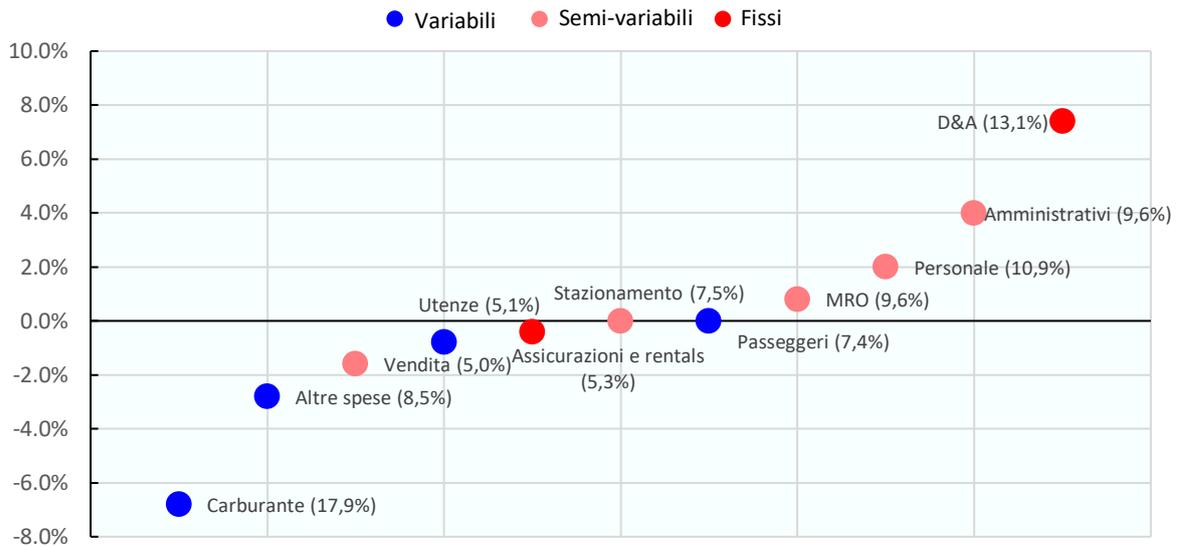


Figura 5.12: Quota % delle principali componenti di costo. Differenza fra il 2019 (posto uguale a 0 e i cui valori sono riportati fra parentesi) e il 2020 – Fonte: *Iata (2021)*

Chiaramente la struttura dei costi continuerà ad evolversi man mano che l'industria emergerà dalla crisi. L'importanza della componente variabile tornerà ad aumentare in maniera parallela alla crescita del traffico passeggeri, in una situazione in cui le compagnie aeree si troveranno a fronteggiare l'aumento del prezzo del carburante (ad aprile 2021 era già salito di 39 punti percentuali rispetto all'inizio dell'anno) che condurrà al rialzo di tali costi precedentemente contenuti. Il rischio concreto è che tale aumento possa essere insostenibile per alcune compagnie e/o mercati e mettere a rischio la generazione di cash-flow positivi.

Il discorso appena effettuato per i costi sposta direttamente l'analisi sui flussi di cassa generati (o meglio, non conseguiti) dalle compagnie aeree dall'inizio della pandemia. Una delle più grandi sfide che si trovano ad affrontare le compagnie aeree ora e nei prossimi 3 anni sarà quella di controllare, almeno fino a quando la domanda non riprende con lo stesso vigore ante 2020, quello che nel gergo economico si definisce come *cash burn*. Esso è una misura del cash – outflow e indica quanto capitale di rischio (ad esempio cash-flow positivi o equity in forma di riserva) la compagnia sta spendendo per sostenere i costi prima di tornare a generare flussi positivi.

Si tratta di un parametro estremamente importante da valutare, visto che nel 2020 e – in via previsionale – anche nel 2021 i costi supereranno i ricavi conducendo ad un *operating profit* negativo (-105 miliardi USD nel primo caso, mentre si prevede un netto miglioramento che porterà tale KPI a essere pari a -43 miliardi quest'anno).

Ovviamente la percentuale di *cash burn* è stata estremamente negativa a partire dal secondo trimestre del 2020: l'industria aerea ha complessivamente “bruciato” circa 51 miliardi di dollari, a cui vanno sommati i 77 del secondo semestre. Fortunatamente il *burn rate* ha segnato ha fatto intravedere timidi segnali di ripresa, dato che è passato da 17 miliardi/mese del Q₂ 2020 a 13 miliardi/mese del secondo semestre. La riduzione di *outflows* – che lo Iata stimava per il primo trimestre 2021 intorno a 6 miliardi/mese – non si è tuttavia interrotta ma semplicemente mitigata a causa della seconda ondata che ha investito le principali zone di traffico e alla partenza ad handicap della campagna vaccinale in molti stati “chiave” per il settore.

A causa di questa partenza a rilento, le stime Iata prevedevano un *cash burn* di fine anno pari a 75 miliardi USD nella migliore delle ipotesi, a cui si contrappone lo scenario peggiore che vede le compagnie aeree bruciare cassa per 95³¹⁵.

I dati presentati per i primi due trimestri 2021 hanno, per ora, confermato il cauto ottimismo paventato l'anno prima. Le compagnie aeree hanno sì continuato ad avere flussi di cassa negativi, con l'industria che ha visto un uscita di cassa delle attività operative pari a 8,5% dei ricavi. Tuttavia, a livello regionale, si sono visti segnali incoraggianti nel Nord America dove si è riscontrato un flusso di cassa positivo del settore (+11,9 % il net cash flow derivante da attività operative) grazie anche a congrui interventi da parte dello stato, un effetto rimbalzo del mercato interno e ad una campagna vaccinale partita prima e che ha proceduto a ritmo spedito³¹⁶. Il *free cash outflow* dell'industria è stato pari al 20,2%, dove a contribuire negativamente al dato concorrono i dati dell'Europa (-35,1% e -45.2% di NCF e FCF rispettivamente).

Decisamente più positive, a livello mondiale, i dati presentati ad agosto relativi al secondo semestre: il miglioramento in tutto il settore è stato in gran parte guidato da compagnie aeree nordamericane dato che le prenotazioni dei passeggeri per viaggi nazionali hanno avuto un'impennata. A livello aggregato, i vettori americani hanno per la prima volta generato valori positivi per quanto attiene sia ai flussi di cassa operativi, sia ai *free cash flows* (+39,8% e +29,3%). Lo stesso comportamento è stato registrato anche dai flussi europei per la prima volta dall'inizio della pandemia grazie ad un'accelerazione della campagna vaccinale e alla ripresa del settore turistico (addirittura +66,1% e +62,4% rispettivamente), mentre l'Asia ha

³¹⁵ Per comprendere come la seconda ondata abbia influenzato le previsioni, lo Iata a dicembre 2020 prevedeva per l'anno corrente un *cash burn* di 48 miliardi USD. A contribuire a tale incertezza previsionale c'erano i dubbi di quando e quanto velocemente i governi nazionali avrebbero allentato le misure restrittive.

³¹⁶ Il 1° aprile 2021 il numero di vaccinati con doppia dose negli Usa era pari al 17,1% (30,3% con singola somministrazione). In Italia erano il 5,6% e 12,3% rispettivamente.

registrato valori negativi e in peggioramento in merito al FCF (-39,1% contro il 30,1% del mese precedente). Si presentano di seguito i dati in forma grafica, nonché una tabella riepilogativa che considera anche le *capital expenditures* (CapEx).

Cash flow delle compagnie aeree nel 1° semestre 2021

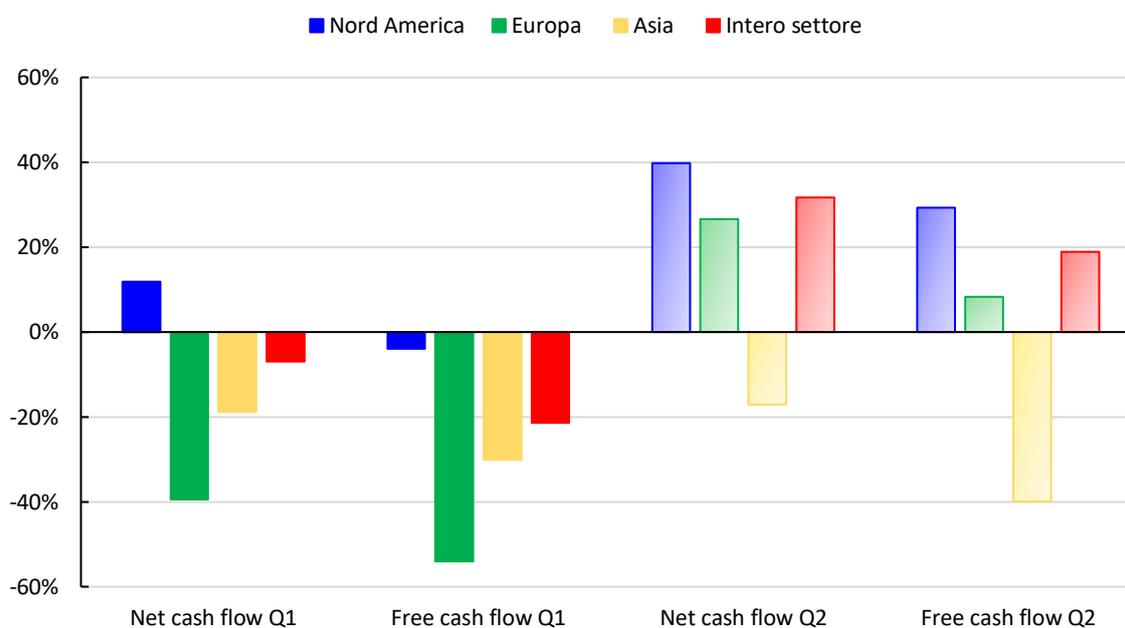


Figura 5.13: confronto del cash flow per macroarea fra il 1° e il 2° trimestre del 2021 (rispettivamente a colori “pieni” e “sfumati”) - Fonte: Iata (2021)

Tabella 5.5: confronto fra i dati relativi ai flussi di cassa per area nel 1° e 2° semestre 2021

| Periodo | Q ₁ 2021 | | | Q ₂ 2021 | | |
|----------------|---------------------|-------|--------|---------------------|-------|--------|
| | NCF | CapEx | FCF | NCF | CapEx | FCF |
| Regioni | | | | | | |
| Nord America | 11,9% | 15,8% | -3,9% | 39,8% | 10,5% | 29,3% |
| Europa | -39,5% | 14,6% | -54,1% | 26,6% | 22,3% | 8,3% |
| Asia | -18,9% | 11,2 | -30,1% | -17,1% | 18,3% | -39,9% |
| Intero settore | -6,9% | 14,5% | -21,4% | 31,7% | 12,7% | 18,9% |

Fonte: Iata (2021)

5.2.2 Il settore aereo: quali scenari e soluzioni?

A causa della crisi del Covid-19, secondo stime Iata, rischiano di scomparire 25 milioni di posti di lavoro fra il 2020 e il 2021 e il tracollo dei trasporti trascinerrebbe a cascata quello della manifattura degli aeromobili. Boeing si è vista cancellare ordini per 150 aerei 737 Max già prima del dilagare della pandemia, una circostanza che ha messo a rischio un'azienda con una supply chain molto diffusa globalmente e anche in Italia³¹⁷. L'altro grande *player* del mercato, Airbus, ha dovuto ad aprile 2020 chiedere aiuti liquidi e crediti agli stati in cui produce (in particolare Germania e Francia), pur disponendo di 30 miliardi di euro per far fronte al calo degli ordini e al blocco delle consegne.

In tale contesto, in cui persino colossi del settore soffrono e chiedono aiuto ai rispettivi governi, risulta opportuno interrogarsi a quale futuro va incontro il settore aereo (e tutti gli altri attori della catena del valore) e se esistono delle soluzioni implementabili sia nel breve che nel medio-lungo periodo.

Un primo intervento già attuato ma che probabilmente richiederà dei correttivi sono gli aiuti statali e comunitari alle compagnie di bandiera. La IATA ha chiesto ai governi aiuti finanziari immediati per sostenere un settore capital intensive come quello aeronautico, e soprattutto i vettori, consentendo loro di rimanere imprese vitali in grado di guidare la ripresa quando la pandemia sarà contenuta. La richiesta, sotto forma di prestiti, garanzie sui prestiti, sostegno al mercato delle obbligazioni societarie e sgravi fiscali, va in realtà al di là del supporto finanziario diretto. Accanto a tali misure serviranno indennità e licenze per certificazioni scadute, nonché misure di adattamento delle operations e dei processi, per evitare per esempio nuove infezioni attraverso casi importati, in quello che si profila come uno sforzo congiunto “stato-mercato”³¹⁸.

Nel contesto europeo, diversi sono stati gli aiuti ricevuti sia dello Stato nonché dall'Unione Europea. Sommando le sovvenzioni, gli incentivi, i prestiti agevolati e gli interventi di capitale, Air France è riuscita ad ottenere nel 2020 aiuti per 396,6 euro a cliente, secondo quanto riportato dal Corriere della Sera. Air France ha ottenuto, durante la prima fase della pandemia aiuti per 7 miliardi ed il differimento della tassa aeroportuale francese. Nei giorni scorsi la Commissione Europea ha anche approvato il piano della Francia di concedere fino a 4 miliardi di euro per la ricapitalizzazione della compagnia.

³¹⁷ Nel Nord Italia si trovano molti fornitori di componenti di velivoli commerciali Boeing 787 e 767 ed il 14% della fusoliera Boeing 787 è realizzato dall'italiana Leonardo S.p.A a Grottaglie (TA).

³¹⁸ Francesca Castaldo, «Coronavirus e crisi del trasporto aereo: verso un nuovo panorama strategico», *Rivista di Economia e Politica dei Trasporti* 1 (2020): pp. 1–11.

Gli aiuti toccano quota 380 euro a cliente per la tedesca Lufthansa. Dal Governo tedesco, in piena pandemia, la compagnia aerea ha ricevuto ben 9 miliardi di euro, in cambio di una quota del 20%. Si illustrano di seguito i contributi per cliente ricevuti da alcune compagnie di bandiera del vecchio continente:

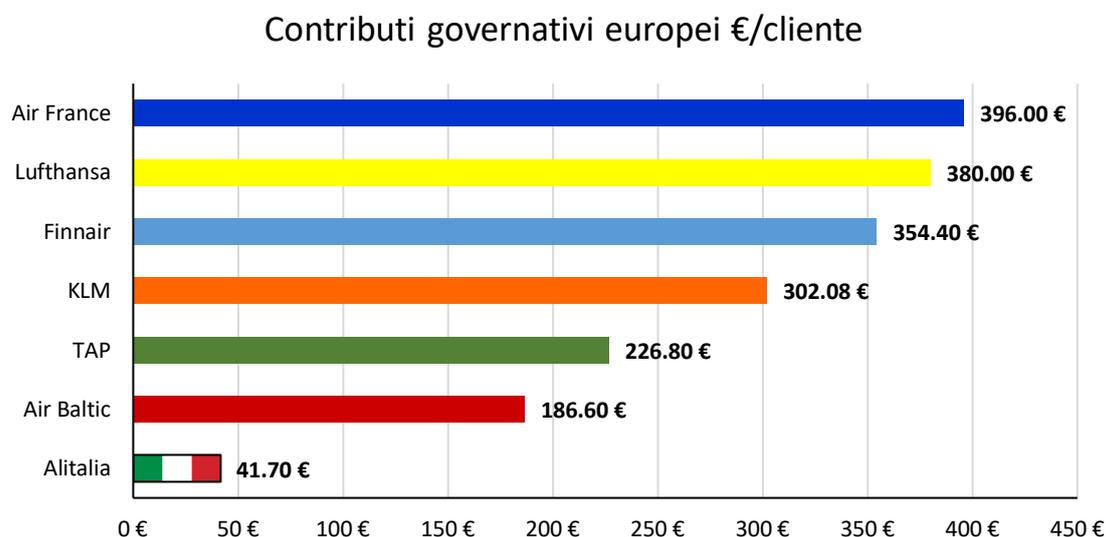


Figura 5.14: i contributi €/cliente erogati nel 2020 - Fonte: *Corriere della Sera* (2021)

Le cifre sopra illustrate sono ben più alte rispetto a quelle erogate ad Alitalia, a cui Bruxelles ha concesso aiuti per un totale di 297,2 milioni di euro per un rapporto €/cliente pari a 41,70. Secondo la Commissione Ue, riporta il Corriere, la “disparità” di aiuti concessi si deve alla salute pre-Covid dei singoli vettori³¹⁹. Quelli più profittevoli, tra cui la compagnia francese e quella tedesca, hanno potuto ricevere il sostegno nell’ambito del quadro temporaneo per gli aiuti di Stato. Le compagnie i cui conti già vacillavano prima della pandemia, invece, hanno solo ottenute le compensazioni per i danni subiti dalle restrizioni.

Le politiche pubbliche a sostegno delle compagnie aeree hanno sempre acceso un intenso dibattito circa l’effettiva utilità. Trattandosi di un settore ciclico che dipende fortemente da variabili esterne, che a loro volta hanno generato shock economici piuttosto rilevanti, è opinione diffusa che i soldi da destinare a questo business siano sostanzialmente sprecati. A tal proposito, è utile citare il caso di *American Airlines*.

American Airlines è la più grande compagnia aerea degli Stati Uniti e dal 2010 ha vissuto un periodo di grande boom economico. Nel 2014, dopo aver ridotto la concorrenza attraverso le fusioni e raccolto miliardi di dollari di entrate con le nuove tasse sui bagagli, ha raggiunto

³¹⁹ Leonardo Berberi, «Aerei e aiuti pubblici: Air France batte tutti (e prende 8 volte Alitalia)», *Corriere della Sera*, 19 aprile 2021, par. L’Economia.

il successo finanziario. Nel 2015 ha registrato un profitto di \$ 7,6 miliardi rispetto ai \$500 milioni del 2007, continuando a guadagnare miliardi di profitti ogni anno per il resto del decennio. Con quella quantità di cassa accumulata – sottolinea il *New York Times* – avrebbe potuto accumulare riserve di liquidità per una crisi futura, sapendo che le compagnie aeree attraversano regolarmente periodi di alti e bassi, o potuto risolvere in modo decisivo le sue continue controversie contrattuali con i piloti, gli assistenti di volo e gli addetti a terra. Ancora, avrebbe potuto investire in una migliore qualità del servizio data la sua storica cattiva reputazione. Allo stesso tempo, la compagnia aerea americana si indebitava pesantemente per finanziare l'acquisto di nuovi aerei. Già nel 2017 gli analisti avevano avvertito di un rischio di default in caso di deterioramento dell'economia, ma la compagnia aerea ha continuato a indebitarsi. Ora ha accumulato un debito di quasi \$30 miliardi, quasi cinque volte l'attuale valore di mercato dell'azienda. Mai, durante i suoi anni più floridi, American Airlines ha pensato di migliorare l'esperienza di viaggio dei suoi passeggeri. Le commissioni previste per la modifica dei biglietti sono salite a \$200 per i voli nazionali e a \$750 per i voli internazionali.

Le tariffe per i bagagli, ampiamente contestate e disprezzate dai passeggeri, sono salite a \$30 e \$40 per il primo e il secondo bagaglio. Ovviamente queste commissioni sempre più elevate hanno fruttato miliardi di dollari per il vettore non migliorando invece la puntualità dei voli sia in partenza che in arrivo. Il grande problema per i passeggeri – evidenzia il *New York Times* – un continuo finanziamento di opere dirette al solo incremento di fatturato senza tenere in considerazione le reali esigenze di chi viaggia tutti i giorni per lavoro o per svago. Sulla scia dell'epidemia di coronavirus, che sta portando il caos nel settore aereo, American Airlines non ha ancora chiesto un salvataggio o almeno non in questi termini nonostante l'anno precedente il dato RPM abbia registrato un -61,9% rispetto al 2019.

L'esempio sopra riportato, per quanto illustri come il settore sia imprevedibile e le compagnie hanno la tendenza ad essere gestite malamente³²⁰, non riesce comunque a sminuire l'importanza delle sovvenzioni statali nei confronti degli attori. Il settore aerospaziale guida la classifica delle esportazioni manifatturiere statunitensi ed europee: i governi devono sempre cercare di intervenire in settori in crisi e ancor di più in questo, dato l'elevato valore aggiunto e l'importanza strategica che possiede³²¹. Le imprese in questo garantiscono infatti la sovranità tecnologica e industriale in un campo altamente strategico

³²⁰ Vedi *infra* §5.3 su Alitalia

³²¹ Marco Alderighi e Alberto A. Gaggero, «Accessibilità aerea e capacità esportativa del manifatturiero italiano», *L'industria* 33, n. 4 (2012): pp. 635–62.

per ogni Paese, che riguarda non solo l'economia ma anche la capacità di garantire la propria difesa e sicurezza. Un'altra soluzione per fronteggiare la crisi può essere la creazione di alleanze strategiche a lungo termine. Si tratta di una strada battuta in tempi non sospetti da quasi tutte le compagnie aeree: il settore aeronautico è un comparto ad alta concentrazione di capitale in cui gli operatori devono reagire con tempestività e flessibilità a qualsiasi scenario gli viene proposto. Questi motivi, congiuntamente alla struttura fissa dei costi e alle elevate spese di R&D e di marketing hanno imposto spesso alle aziende aeronautiche l'esigenza di cooperare già in passato³²².

Le principali tre alleanze strategiche attualmente presenti su scala globale sono:

1. *Skyteam*: comprende, fra le altre, Air France, KLM, Korean Air e Alitalia;
2. *Oneworld*: American Airlines, British Airlines, Japan Airways e Iberia;
3. *StarAlliance*: è la più ampia (27 compagnie)³²³ e include colossi come US Airways, United, Swiss Air, Turkish Airlines e Lufthansa.

Secondo Castaldo (2020), il superamento della crisi settoriale sarà massimamente legato alla capacità di stringere coalizioni, dove torneranno a generare utili solo quelle realtà che si alleeranno fra loro dando vita a nuove realtà aziendali³²⁴.

Così facendo, le imprese saranno in grado di ridurre e dividersi i costi dell'intero processo produttivo nonché ammortizzare più velocemente la componente fissa (con conseguente aumento di redditività); migliorare i progetti tecnologici attraverso la condivisione delle competenze *core*; fronteggiare l'incertezza tecnologica attraverso la cooperazione con gli attori a monte e a valle della catena del valore (nei confronti dei quali un gruppo di grandi dimensioni possiede un maggior potere contrattuale); miglioramento dei rapporti con gli *stakeholders*, dato che un progetto condiviso con una pluralità di imprese risulta essere, in genere, maggiormente convincente. Gli attori finanziari, infatti, saranno maggiormente rassicurati dalle maggiori garanzie che i partner possono fornire e dal fatto che non ci sarà una concorrenza interna.

Le alleanze, inoltre, stimolano la domanda e sono in grado di sottrarre traffico alle compagnie che non ne fanno parte. Questo si traduce in un vantaggio anche nei confronti dei consumatori, visto che danno la possibilità di fare il check-in al desk di un'altra compagnia alleata, creare un sistema di fidelizzazione "a punti" che gli consente di poter viaggiare con

³²² David J. Teece, «Competition, cooperation, and innovation: Organizational arrangements for regimes of rapid technological progress», *Journal of economic behaviour & organization* 18, n. 1 (1992): pp. 1–25.

³²³ 27 sono i membri effettivi, a cui si aggiungono altri 29 vettori associati.

³²⁴ Castaldo (2020), *op. cit.*, p. 8.

sconti e/o servizi su tratte coperte da altre aziende e la possibilità di raggiungere qualsiasi luogo data la capillarità della rete che si viene a costruire.

In questo contesto, sarà sempre più decisivo fare in modo che le compagnie operino in condizione di *code sharing*. Si tratta di un accordo di collaborazione in cui il passeggero acquista un biglietto emesso da una compagnia aerea (*marketing airline*) ma in realtà il volo è effettivamente operato da un altro vettore (*operating carrier*³²⁵).

Le ragioni che spingono le compagnie aeree a stipulare questo genere di accordi sono fondamentalmente due. Per la compagnia che riveste il ruolo di *Marketing Airline* c'è la possibilità di espandere il proprio raggio d'azione, offrendo ai passeggeri una scelta più ampia di rotte, nazionali e internazionali, che solitamente i propri aerei non eseguono. La compagnia che vende i posti a sedere quindi guadagna, incassando una parte del prezzo del biglietto, e non ha spese da coprire, come carburante e tutti i servizi necessari nell'organizzazione e l'operazione del volo. La seconda ragione per operare un volo in code-sharing è il vantaggio che ne trae l'OPE: riempire l'aereo e aumentare i guadagni, senza l'impiego di forze interne.

Il code sharing, quindi, può essere la strategia opportuna per compagnie che sostengono costi elevati soprattutto nelle lunghe tratte ma non hanno economie di scala: questo gli consente di risparmiare a fronte di una rinuncia in termini di ricavi e, potenzialmente, operare effettivamente in quei segmenti in cui non ha più competitività. Ad esempio, può essere utile per una compagnia che nel lungo raggio è più debole rispetto ai concorrenti affidare a loro il servizio, in modo da poter concentrarsi sulle tratte che sono coperte dalle low cost data la riduzione dei costi ma una qualità del servizio contestualmente più elevata.

In questo quadro strategico sta completamente ridisegnando il partenariato la nuova NewCo nazionalizzata ITA – Italia Trasporto Aereo, che dovrebbe inserirsi in *Star Alliance*. Ad ogni modo, a livello macro il panorama dei vettori sarà ridisegnato nel breve-medio termine, in cui le compagnie aeree nate da alleanze strategiche (o da operazioni di M&A) faranno la loro comparsa facendo assumere un nuovo aspetto all'intero comparto. In un settore costituzionalmente basato su alleanze strategiche ben prima dell'arrivo del Covid-19, la cooperazione e la creazione di un sistema ancora più oligopolistico dovrà inevitabilmente essere considerato. Altre soluzioni per risollevare il settore dalla crisi sono state proposte da McKinsey attraverso un'interessante lavoro svolto da Bouwer, Saxon e Wittkamp (2021)³²⁶.

³²⁵ Definito anche OPE

³²⁶ Jaap Bouwer, Steve Saxon, e Nina Wittkamp, «Back to the future? Airline sector poised for change post-COVID-19», 2 aprile 2021.

Gli autori – premettendo che il settore difficilmente tornerà ai livelli del 2019 prima del 2024 – hanno evidenziato come l'emergenza sanitaria abbia profondamente cambiato il settore in diverse sue componenti, anche non economiche (basti pensare alle misure di igiene o al progresso digitale nella prenotazione dei biglietti), focalizzandosi su cinque elementi chiave. Per ognuno di questi, hanno proposto una *call action* che le compagnie dovrebbero intraprendere.

1. I viaggi di piacere stimoleranno la ripresa

La quantità di viaggi lavorativi difficilmente tornerà livelli di prima: la stima più ottimistica prevede che nel 2024 essi saranno pari al 80% di quelli effettuati nel 2019. Ciò è dovuto allo sviluppo dei mezzi di interconnessione globale nonché allo sdoganamento dello *smart working*, modalità di lavoro sempre più utilizzata e incentivata. Gli autori, a sostegno di questa tesi, hanno osservato come i viaggi di piacere siano stati i primi a riprendersi dopo i due più grandi avvenimenti che sconvolsero il settore: l'11 settembre e la crisi del 2008. Al contrario, i viaggi di lavoro furono gli ultimi che tornarono ai livelli precedenti all'attacco terroristico (ben 4 mesi dopo) e non sono più tornati ai livelli pre 2008.

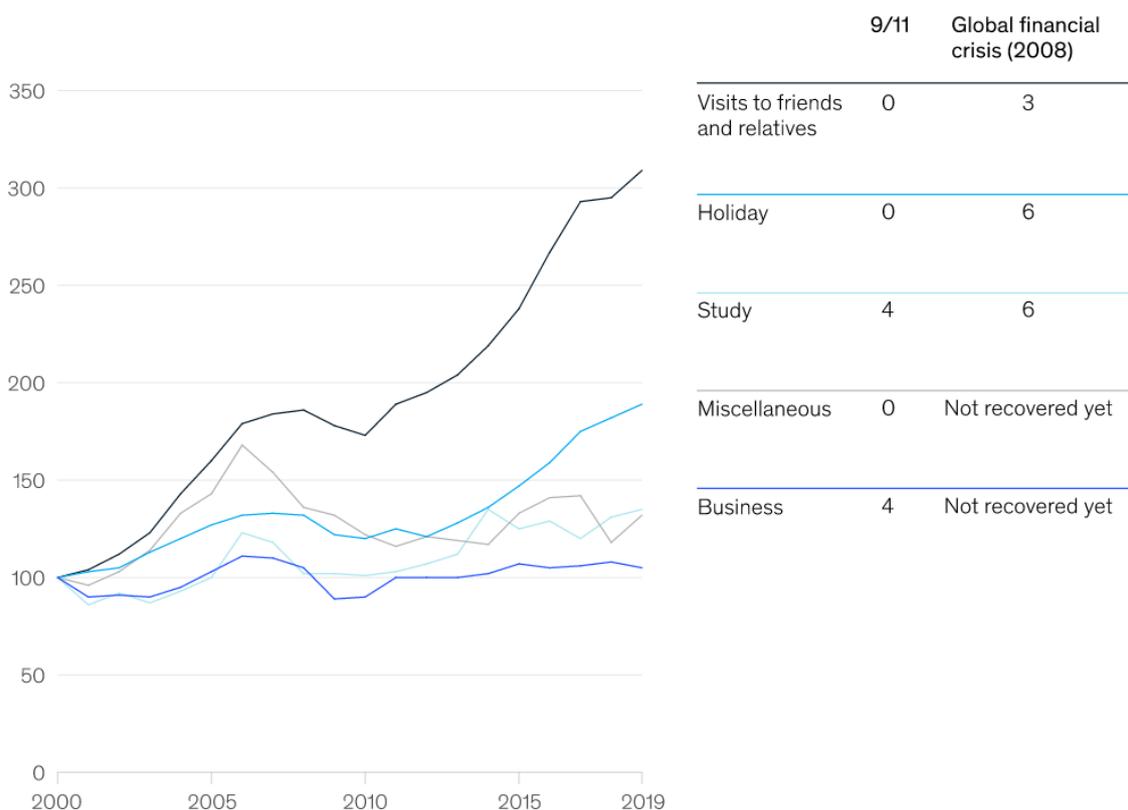


Figura 5.15: viaggi internazionali da/per il Regno Unito per motivazione. Si noti che 2000=100% - Fonte: *Travelpac, UK Office for the National Statistics 2000-19*

Vi sono molti vettori che dipendono fortemente da passeggeri che viaggiano per lavoro³²⁷, dato che viaggiano sia in classe *business* che *economy*.

Chi viaggia per piacere (sia per rientrare a casa nonché per turismo) riempie la maggior parte dei posti contribuendo a coprire una grande quota di costi fissi, anche se il loro contributo in termini di marginalità è molto basso se non addirittura negativo.

Una buona soluzione al problema potrebbe essere l'applicazione di differenti politiche di prezzo in base allo scopo del viaggio point-to-point. Chi prende un aereo per lavoro da un'importanza maggiore al tempo che alla spesa, prenotando comunque; al contrario, chi viaggia per piacere è decisamente più *price sensitive* e potrebbe addirittura decidere di fare uno scalo se vi è una qual certa convenienza economica. Ad oggi c'è un qual certo gap fra queste due modalità di prezzo che, in futuro, le compagnie dovranno ridurre per aumentare i ricavi.

In secondo luogo, un basso traffico di viaggi lavorativi richiede una rivisitazione del network. Le compagnie aeree, negli scorsi anni, hanno aggiunto molti collegamenti a piccole città e/o *hubs* attraverso l'utilizzo di piccoli aerei a fusoliera larga come i Boeing 787. Erano collegamenti che garantivano ricavi sostanziosi dato che trasportavano quasi esclusivamente lavoratori. Con la domanda in picchiata, il contesto economico favorirà gli aerei di più grossa dimensione³²⁸ dato che hanno dei costi unitari inferiori: essi dovranno diventare, nei prossimi anni, il mezzo di trasporto su cui impostare i viaggi a lungo raggio.

2. I livelli di debito aumenteranno: ci saranno prezzi più alti e più interventi governativi

Le compagnie aeree hanno dovuto prendere a prestito circa 180 miliardi di USD (circa la metà dei ricavi dell'intero settore nel 2020) per sopravvivere e combattere il *cash burn* di cui al §5.2.1. Si tratta di un debito principalmente composto da linee di credito, aiuti governativi ed emissioni obbligazionarie e che sta continuando a crescere ancora adesso, contribuendo allo stesso tempo a peggiorare il rating finanziario di ciascuna compagnia.

Questo costo del debito deve essere ovviamente recuperato, motivo per cui gli autori stimano un aumento dei prezzi dei biglietti di circa il 3% annuo in una finestra temporale di 10 anni per saldare il finanziamento concesso. La crescita del prezzo sarà altresì determinata da una domanda che supererà l'offerta almeno nei primi momenti di ripresa, creando un cosiddetto *bottleneck* dovuto agli inevitabili ritardi per ripristino del servizio aereo e al tempo impiegato

³²⁷ Definiti *High-yields passengers* visto che, per la natura del viaggio, spendono più soldi nell'acquisto dei biglietti (ad esempio, non prenotano per tempo per urgenze lavorative accettando qualsiasi prezzo o quasi) innescando un margine di contribuzione più alto per le compagnie.

³²⁸ Ad esempio, i Boeing 777 o gli Airbus A350.

per la riqualificazione del personale. Ci vorrà del tempo quindi per ripristinare la capacità e fare in modo che il *load factor* torni ai livelli pre-pandemia: la differenza fra domanda e offerta determinerà, quindi, un'impennata dei prezzi nel breve termine.

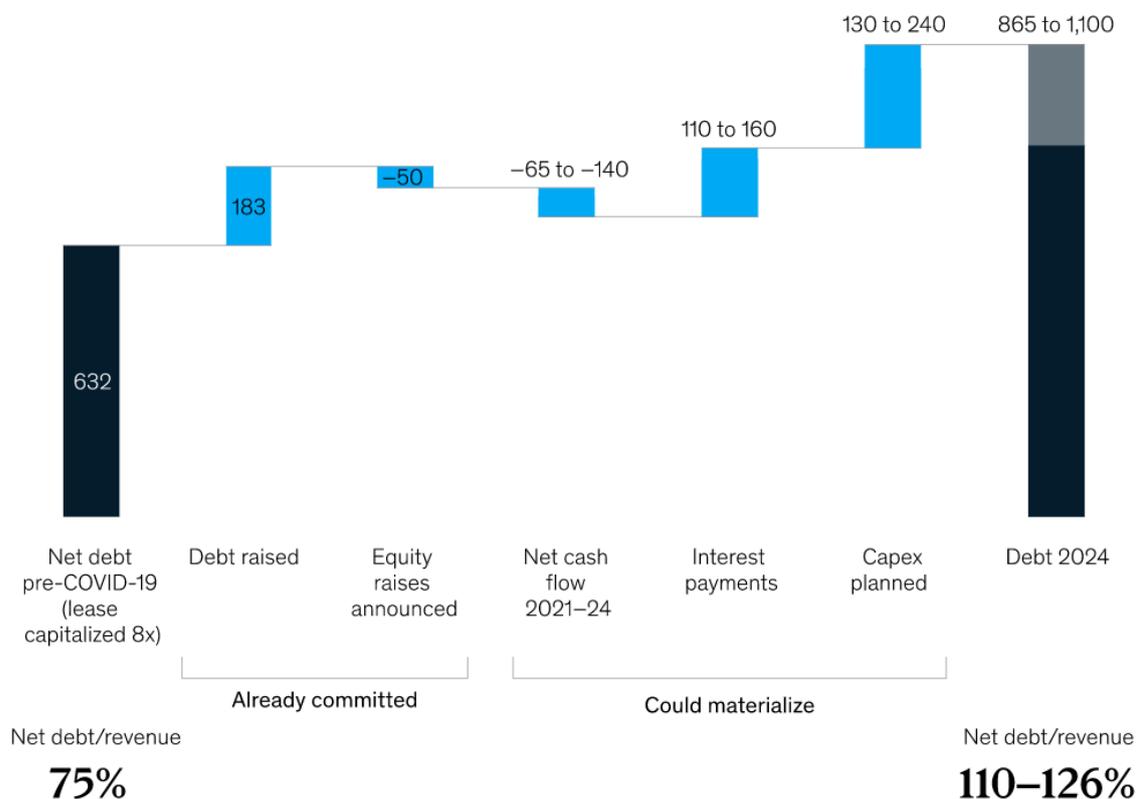


Figura 5.16: finanziamento richiesto e debito netto del settore aereo - Fonte: McKinsey (2021)

Una via da percorrere per tenere monitorato il pesante indebitamento è fare in modo che lo Stato diventi un *player* più attivo nelle scelte strategiche, economiche e finanziarie delle imprese. Non deve essere vista come invasiva la sua presenza, anzi: le compagnie devono cooperare con le istituzioni per stabilire una serie di parametri e obiettivi sostenibili su cui modellare un futuro remunerativo. Questi potrebbero essere, ad esempio: una riduzione delle emissioni di CO₂ in cambio di una maggiore flessibilità del lavoro; l'aumento dei requisiti di liquidità minimi per prevenire shock futuri; condivisione di attività di valore con le altre entità del settore. Inoltre, l'intervento statale (che si presuppone non speculativo) potrebbe attirare investitori esteri nel caso in cui il governo gestisse bene l'azienda e presentasse dei bilanci soddisfacenti.

3. Ci sarà una grande disparità di performance in futuro

Alcune compagnie stanno semplicemente arrancando, mentre altre hanno sfruttato la crisi per iniziare un processo di ristrutturazione in varie parti dell'azienda: in futuro, le

compagnie aeree che ora non si stanno trasformando proattivamente rischiano di non riuscire a impostare un business finalizzato alla creazione del valore nel lungo termine.

In questa situazione estremamente delicata, ne stanno uscendo più forti le compagnie aeree che avevano un ROIC pre-Covid superiore alla media del settore nel 2019 (5,8%) e quelle imprese che hanno accesso a processi di ristrutturazione patrocinati dallo Stato, come ad esempio il *Chapter 11* negli Usa³²⁹.

La strada che deve essere intrapresa dalle compagnie aeree, in un'ottica di restructuring, è quella di investire nuovamente e ancor di più nel digitale e nell'IT. Si tratterebbe di un approccio completamente nuovo considerando il fatto che, pur essendo un settore ad alto grado tecnologico, le imprese aeree investivano solamente il 5% dei loro ricavi in tecnologie IT prima della pandemia³³⁰.

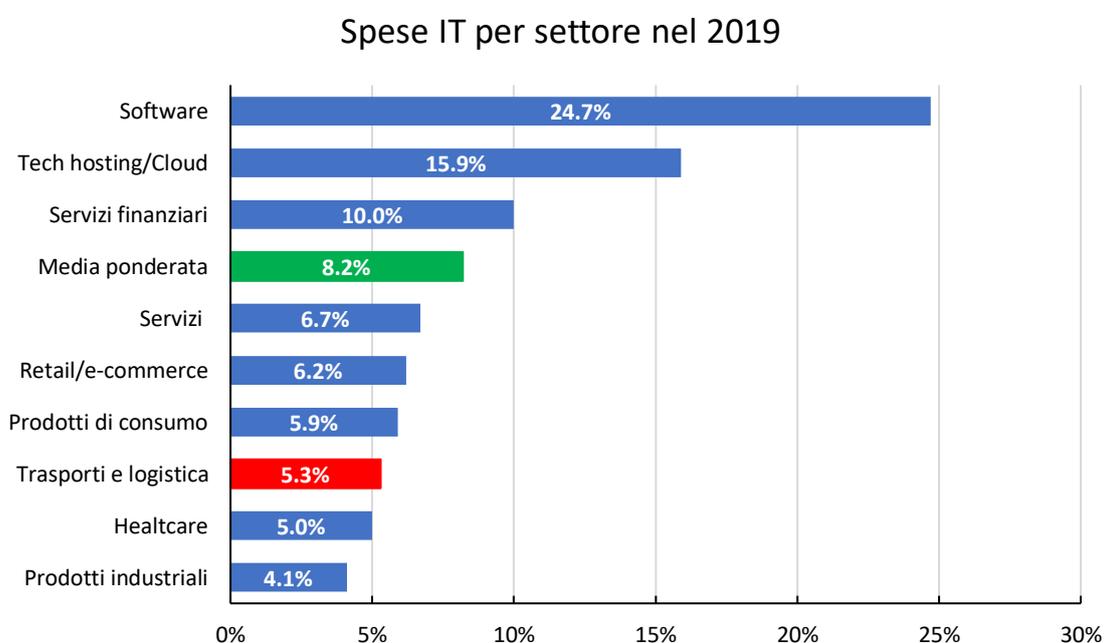


Figura 5.17: spese IT per settore espresse come % dei ricavi - Fonte: *Weins (2020)*

Già in questo senso le compagnie aeree nonché le società che gestiscono gli aeroporti avevano fatti passi in avanti in termini di investimenti ad hoc. Nel 2019, la spesa IT totale delle compagnie aeree come percentuale delle entrate è salita del 4,84% mentre quella degli aeroporti è aumentata raggiungendo il 6,06%, effettuata principalmente nel cloud, nella cybersecurity e nella Business Intelligence (BI).

³²⁹ È una procedura prevista dal capitolo 11 del *Bankruptcy Code* statunitense (equivalente alla nostra legge fallimentare), finalizzata alla soluzione della crisi dell'impresa attraverso un piano di riorganizzazione e molto simile al nostro concordato preventivo. Anche il *chapter 11* è volto infatti al soddisfacimento dei creditori, ma contemporaneamente alla conservazione dell'attività dell'impresa in crisi.

³³⁰ Flexera, «State of tech spend report», 2020.

Gli investimenti richiesti potrebbero essere significativi ma allo stesso tempo condurrebbero a profitti altrettanto importanti. Per esempio, le compagnie aeree possono rispondere alla ripresa più rapida dei voli nazionali e a corto raggio investendo nella vendita diretta e costruendo (o migliorando) la cosiddetta *customer experience* attraverso supporti informatici, perfezionando i servizi di check-in e di imbarco per renderli più fluidi. Lo sviluppo tecnologico potrebbe altresì potenziare la contabilità e i servizi di fatturazione. In quest'ottica, il prossimo step sarà l'utilizzo dei dati analitici che consente di monitorare in tempo reale tutti i dati di input e output e rendere più veloce il processo decisionale.

4. È previsto un eccesso di offerta in futuro

Nel periodo antecedente al Covid i produttori di aeromobili aumentarono la produzione dato la crescita continua del settore: inevitabilmente, ciò ha portato ad un eccesso di aerei disponibili già acquistati dalle compagnie. I prezzi per il leasing di aerei usati sono crollati e probabilmente rimarranno più bassi. Per esempio, il tasso di leasing mensile di un Boeing 777-300ER costruito tre anni prima era di circa 1,2 milioni di dollari nel 2019. Nel 2020, il tasso è sceso a meno di 800.000 dollari e, secondo recenti previsioni, potrà sprofondare ulteriormente.

Se possibile (soprattutto da un punto di vista finanziario), i vettori dovrebbero agire in modo anticiclico, ossia bloccando gli ordini per nuovi aerei o confermando i leasing operativi ora che la domanda è bassa. I veicoli sono una spesa significativa per una compagnia aerea, costituendo dal 10 al 15% della base dei costi di un vettore. Poiché i tassi di leasing e i prezzi degli OEM³³¹ fluttuano con i livelli di domanda e offerta, concludere accordi durante una crisi potrebbe permettere ai vettori di godere di un vantaggio di costo per gli anni a venire.

5. Il segmento degli aerei cargo avrà un'offerta insufficiente per un po' di tempo

Negli ultimi dieci anni, le basse tariffe nonché la scarsa redditività delle attività cargo hanno spinto molte compagnie a rinunciare o a ridimensionare le flotte ad esse dedicate. Tuttavia, il segmento cargo è stato un'ancora di salvezza per l'industria dell'aviazione durante la pandemia Covid-19, nonostante il volume globale di merci trasportate sia diminuito di circa il 20% fra marzo 2020 e quello dell'anno prima. Contrariamente a quanto si possa pensare, le serrate ampiamente imposte in tutti i paesi e il calo della produzione industriale durante la pandemia hanno in qualche modo influenzato positivamente i livelli di reddito del mercato cargo, con entrate positivamente guidate dall'aumento dei prezzi (soprattutto delle

³³¹ *Original Equipment Manufacturer*: realizza componenti di prodotti vendute da un'altra società

materie prime) per il trasporto rapido delle merci. Per esempio, i voli di aerei cargo sono aumentati nel marzo 2020 sia in Cina che in Germania rispetto ai mesi strettamente antecedenti alla diffusione capillare del virus.

Questa dinamica si è tradotta in un maggior impatto del settore cargo sui ricavi totali: prima del Covid la percentuale di questo segmento sul totale delle entrate si attestava a circa il 12%, mentre nel 2020 è quasi triplicata.

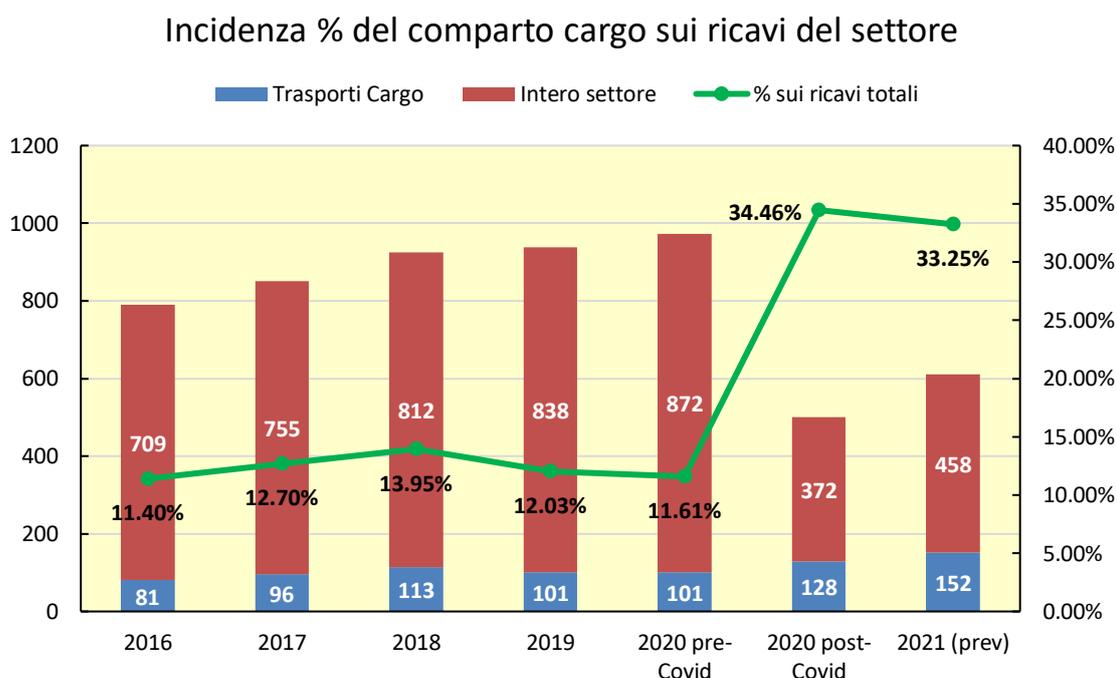


Figura 5.18: incidenza dei ricavi del comparto cargo sul totale dell'industria - Fonte: Statista (2021)

Secondo i recenti dati Iata, la domanda di trasporti cargo è già tornata ai livelli del 2019, in cui i primi tre mesi del 2021 hanno registrato, rispettivamente, +1,1%, +9% e +4,4 in confronto a due anni fa. Sono ovviamente dei numeri positivi corroborati dalle previsioni in merito al volume di mercato che il segmento raggiungerà nei prossimi anni: sono previsti, infatti, degli aumenti costanti per un valore stimato di 182 miliardi USD nel 2024³³².

In risposta alla alta domanda e alla bassa offerta di trasporto aereo di merci, le compagnie aeree dovrebbero valutare la possibilità di offrire servizi cargo nel medio – lungo termine. Il miglioramento della flessibilità passa attraverso misure come l'aumento dei *preighters* all'interno della propria flotta: sono aerei originariamente destinati al trasporto di passeggeri, ma che vengono utilizzati temporaneamente come aerei cargo caricando merci nella cabina

³³² Elena Mazarenau, «Size of the freight forwarding market worldwide from 2018 to 2024», Statista, 6 marzo 2020, <https://www.statista.com/statistics/1095264/freight-forwarding-market-size-worldwide/>.

passaggeri. Si tratta di una misura ampiamente usata durante le fasi più critiche della pandemia per il trasporto di qualsiasi tipo di bene³³³ e che ha impedito difficoltà insormontabili nell'approvvigionamento.

Il discorso appena affrontato si inserisce in uno più ampio di natura strettamente organizzativa. Le compagnie aeree oggi devono essere il più agili possibile, ossia devono essere in grado di rimodulare l'offerta in tempi estremamente brevi dati i costi fissi elevati e il livello della domanda fuori controllo. In quest'ottica, la conversione da aerei per passeggeri a *freighters* è una strategia che dovrebbe essere accuratamente presa in considerazione per consentire all'impresa di essere più flessibile e rispondere più velocemente agli shock di varia natura a cui il settore d'appartenenza ha dimostrato di essere ampiamente sensibile.

³³³ Ad esempio, nel febbraio 2021 British Airways ha utilizzato un aereo Boeing 777 per consegnare 1,7 milioni di maschere alla Germania.

5.3 Caso di studio: Alitalia e le altre compagnie di bandiera europee

5.3.1 La storia di Alitalia e l'origine dei problemi

Il paragrafo in questione è incentrato su Alitalia e verterà nello specifico sulla sua storia, sulle problematiche da cui è afflitta ed effettuerà contestualmente un confronto con le principali compagnie di bandiera tedesche, francesi e britanniche. Infine, si cercherà di proporre eventuali soluzioni alla crisi che la compagnia di bandiera italiana vive da ormai quasi 30 anni.

Alitalia nasce nel 1946 con il nome di Alitalia Aerolinee Internazionali Italiane ed effettua il suo primo volo nazionale il 5 maggio dell'anno successivo (Torino – Catania con scalo a Roma) e il suo primo internazionale appena due mesi dopo, sulla tratta Roma – Oslo. È a partire dagli anni '60 che però la compagnia raggiunge un notevole successo, diventando il settimo vettore internazionale e terzo europeo dietro soltanto ad Air France e British Airways. La compagnia era all'avanguardia tecnologicamente (fu la prima in Europa ad utilizzare i motori a reazione) e nel 1982 superò i 10 milioni di passeggeri trasportati. Si trattava quindi di una compagnia di estremo successo, i cui risultati positivi dipesero dal boom economico italiano a cavallo fra gli anni Sessanta e Settanta e che riuscì comunque a superare le due crisi petrolifere. Tali shock, che fecero inevitabilmente aumentare il costo del carburante, determinarono un'impennata dei prezzi dei voli a cui però Alitalia rispose egregiamente e recuperando bilanci in equilibrio, pur non tornando ai fasti della sua giovinezza³³⁴.

Negli anni Novanta avvenne la virata in negativo che si tradusse in una spirale negativa conosciuta da tutti e da cui la compagnia non si è più ripresa. I principali motivi sono da ricondurre alla concorrenza dell'alta velocità, all'attentato terroristico delle Torri Gemelle ma, soprattutto, alla liberalizzazione del trasporto aereo europeo avvenuta in quel periodo. Tale deregolamentazione produce diversi effetti negativi per la compagnia: determina la nascita e la conseguente espansione dei vettori *low cost* transnazionali, prima non esistenti e nei confronti dei quali le compagnie di bandiera non possono competere in termini di costo; grande crescita dei processi concorrenziali con conseguente abbassamento delle tariffe e sviluppo del mercato; il progressivo disimpegno dei vettori di bandiera dal breve e medio raggio e il loro spostamento verso il più remunerativo (e meno competitivo) lungo raggio; ancora, il progressivo disimpegno dei governi dall'azionariato attraverso processi di

³³⁴ Ugo Arrigo, «Storia del declino economico di Alitalia e dell'insensata nascita di Ita», *Linkiesta*, 24 luglio 2021.

privatizzazione e quotazione dato dalla necessità di dover reperire ingenti capitali per affrontare la crescita del settore ma contestualmente una maggior concorrenza.

Il contesto complicato che emerse sancì il declino inesorabile della compagnia, che tentò di salvarsi più volte attraverso ingenti interventi di Stato, processi di acquisizione, amministrazione straordinaria e, mentre il presente elaborato viene steso, attraverso anche la creazione della NewCo ITA.

Nel 1993 ebbe inizio il dialogo per la fusione con Air France ma la trattativa non andò in porto a causa dello stop dei sindacati che bloccarono il taglio del personale di 4.000 unità. Sarebbe stata, secondo molti, un'alleanza estremamente produttiva, data la solidità di Alitalia nel lungo raggio e la preparazione della compagnia francese sui voli intercontinentali. Purtroppo, le cose non andarono a buon fine anche a causa delle lungaggini della burocrazia italiana e alla volontà di spostare l'hub principale da Fiumicino a Malpensa³³⁵, costringendo KLM a rinunciare definitivamente al progetto nel 2000.

A complicare irreversibilmente le cose ci pensò il piano Fenice nel 2008. L'intenzione della cordata di imprenditori italiana era quella di sviluppare il business sui voli nazionali aumentandoli del 50% e tagliando oltre 30 destinazioni internazionali. Il piano si rivelò tuttavia anacronistico: con il taglio del lungo raggio, la concorrenza delle compagnie low cost in Italia divenne ancora più insostenibile. Questo perché vettori come, ad esempio, Ryanair ed Easyjet – già ampiamente diffuse sul mercato italiano (si veda grafico 5.1) – hanno una struttura di costi unitari ampiamente inferiore rispetto ad Alitalia, la quale è quindi obbligata ad un prezzo dei biglietti più alto per ottenere marginalità positive. Altri errori, nel tentativo di ridurre la struttura dei costi, furono: la riduzione del numero di aeromobili (da 240 a 150) rinunciando alla ricerca di economie di scala; il licenziamento del personale per 6mila dipendenti a fronte di un'assunzione di quasi 9mila precari; mettere a terra una quota rilevante della flotta (oltre il 40%) e, soprattutto, concentrare l'offerta aziendale sui voli domestici alla vigilia del completamento dell'alta velocità ferroviaria sull'asse sud – nord e all'antivigilia della concorrenza sui binari fra treni privato Italo e quello pubblico Frecciarossa.

I numeri divennero impietosi: dopo innumerevoli tentativi di salvataggio andati a vuoto, il bilancio 2011 si chiuse con un 69 milioni di perdite, che aumentarono a 280 milioni l'anno successivo e a 500 milioni nel 2013.

³³⁵ Anzi, l'hub non solo non risultò più utile alle strategie di Alitalia ma divenne fonte di costi aggiuntivi, in quanto un altro dopo quello di Roma non aveva senso per un vettore con una flotta ridotta.

Le prospettive sul futuro aziendale divennero più rosee quando Etihad acquistò la compagnia: nel 2014 (anno terribile per il risultato netto) nacque la *joint venture* Alitalia Sai con il 51% in mano alla compagnia del Medio Oriente. Purtroppo, nonostante l'intenzione positiva di ridurre le tratte brevi e le spese sostenute per 565 milioni, la compagnia non decollò dal punto di vista finanziario: nel 2015 le perdite ammontarono ad oltre 200 milioni e il risultato finale fu una mancata espansione sul lungo raggio e una ridimensione ulteriore nel breve³³⁶. Il 2 maggio 2017 gli azionisti si arresero e nazionalizzarono Alitalia attraverso la richiesta di amministrazione straordinaria. Si trattò di una manovra sicuramente conservativa e che diede luogo a numerosi finanziamenti ponte che non migliorarono le casse della compagnia.

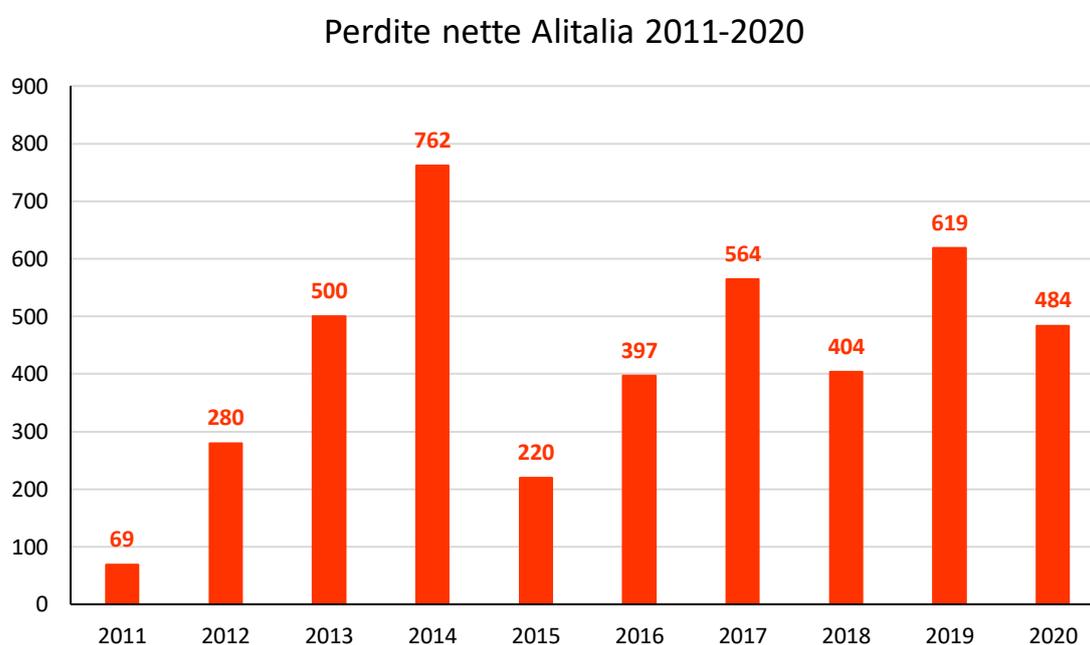


Figura 5.19: perdite nette Alitalia nel periodo 2011 -2020 - Fonte: *Statista (2021)*

Si noti come nonostante la crisi sanitaria, il bilancio 2020 appare nettamente migliore rispetto a quelli degli anni precedenti. Il dato, però non deve trarre in inganno in quanto estremamente illusorio: la perdita contenuta è stata effetto di una politica di taglio costi e includono altresì 272 milioni di euro di ristori per i danni da Covid-19.

Per comprendere la gravità della situazione, risulta utile fare un confronto con le compagnie di bandiera dei principali *competitors* europei e la principale low cost sul nostro mercato, Ryanair. Diverse sono le metriche utilizzabili in tal senso: il grafico 5.20 illustra i ricavi conseguiti dalle imprese considerate nel periodo 2013 – 2020.

³³⁶ Barbara Massaro, «La storia di Alitalia, finita male», *Panorama*, 18 agosto 2021.

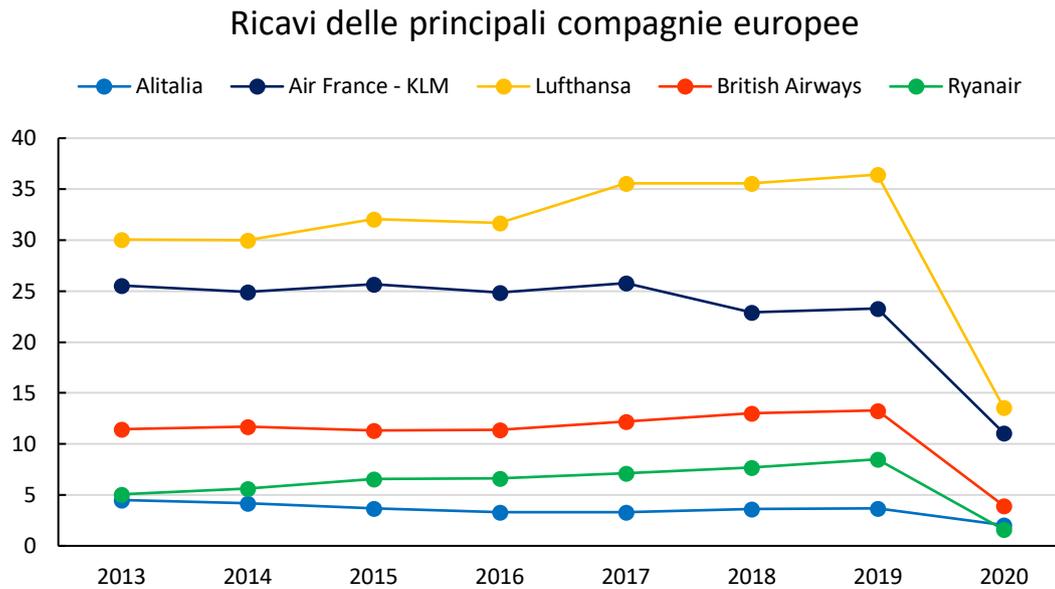


Figura 5.20: ricavi totali nel periodo 2013 – 2020 delle principali compagnie europee - Fonte: *Statista* (2021)

La figura sovrastante illustra una situazione impietosa: i ricavi della compagnia di bandiera italiana sono estremamente più bassi se comparati a quelli degli altri vettori tradizionali e risultano nel 2019 oltre la metà di quelli conseguiti da Ryanair. Nello specifico, appare evidente come una compagnia di bandiera che negli anni precedenti alla pandemia realizzi ricavi inferiori alle altre compagnie nel 2020 sia ormai da tempo malata e necessiti di interventi strutturali mai avvenuti.

I numeri, già preoccupanti di per sé, mostrano una situazione ancor più allarmante se vengono considerati i costi totali sostenuti. Il vettore italiano, infatti, spende esattamente quanto le altre compagnie di bandiera, con la conseguenza che i risultati economici di fine anno sono ampiamente negativi e insostenibili già da molti anni (e ovviamente anche in futuro).

Nei paragrafi successivi verranno analizzate nello specifico le principali problematiche di Alitalia, attraverso una comparazione con gli altri *players* presenti sul mercato.

5.3.2 I bilanci di Alitalia: analisi 2019-2020 e confronto con le altre compagnie

Nel presente paragrafo verranno analizzati nello specifico i dati contabili di Alitalia al 31/12/2019 e al 31/12/2020. Questo consente di effettuare un confronto fra due anni molto diversi fra loro in termini reddituali, economici e finanziari a causa della pandemia e altresì con le altre compagnie di bandiera e con quelle low cost presenti nel mercato italiano.

5.3.2.1 Conto economico e cash-flow 2019

I prospetti di seguito esposti rappresentano l'andamento economico e finanziario della gestione commissariale per l'anno 2019, l'ultimo utile per valutare la compagnia in una situazione standard e non condizionata dall'emergenza sanitaria.

Tabella 5.6: Conto economico Alitalia per l'esercizio 2019

| <i>Valori in milioni di Euro</i> | 31.12.2019 | 31.12.2018 | <i>Variazioni</i> |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ricavi del traffico | 2.932 | 2.875 | 56 |
| Altri ricavi operativi | 209 | 202 | 7 |
| <u>Totale ricavi operativi</u> | 3.141 | 3.077 | 64 |
| Consumi di materie prime e materiali di consumo | (942) | (879) | (64) |
| Costi per servizi | (1.555) | (1.666) | 112 |
| Costi per il personale | (630) | (596) | (35) |
| Altri costi operativi | (81) | (95) | 14 |
| A dedurre: costi capitalizzati per lavori interni | 53 | 38 | 16 |
| <u>Totale costi operativi</u> | (3.155) | (3.198) | 43 |
| <u>Margine operativo lordo (EBITDA)</u> | (14) | (120) | 106 |
| Ammortamenti e svalutazioni | (429) | (219) | (210) |
| <u>Risultato operativo (EBIT)</u> | (443) | (340) | (104) |
| EFFETTI APPLICAZIONE IFRS 16 (€/M) | 2019 | | |
| su EBITDA: Locazioni | 252 | | |
| Ammortamento | (194) | | |
| su EBIT | 59 | | |

Fonte: bilancio Alitalia 2019

Ricavi operativi

Nel 2019 i ricavi del traffico - che includono ricavi passeggeri, cargo, posta, charter ed ancillari – sono pari a 2.932 milioni di euro, in crescita del 2% rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente. Tale miglioramento è sostanzialmente ascrivibile alla maggiore capacità offerta, principalmente nel settore intercontinentale, in parte compensata da una riduzione del ricavo medio.

Gli altri ricavi operativi, pari a 209 milioni di euro, crescono rispetto all'anno precedente di 7 milioni di euro (+3,7%) principalmente beneficiando dell'aumento dei ricavi da prestazioni a terzi ascrivibile alle partnership commerciali legate al concorso operazioni a premi MilleMiglia, a seguito del consolidamento della Alitalia Loyalty SpA a partire dal 16 dicembre 2018.

Nell'anno i ricavi complessivi si attestano quindi a 3.141 milioni di euro in crescita di 64 milioni di euro, pari a 2,1%, rispetto all'anno precedente.

Costi operativi

I costi operativi si attestano a 3.155 milioni di euro, in riduzione di 43 milioni di euro (1,3%) rispetto all'anno precedente, principalmente per l'effetto positivo derivante dall'applicazione del principio contabile IFRS16³³⁷, parzialmente bilanciato dall'incremento delle spese di vendita, dei costi di scalo e traffico, dei consumi di materie prime e del costo del lavoro, come di seguito dettagliato.

Per quanto riguarda i consumi di materie prime e di materiali di consumo, tale voce di costo – che include il costo del carburante degli aeromobili al netto degli effetti delle coperture, i costi dei materiali tecnici e degli altri materiali per servizi – si attesta a 942 milioni di euro, e registra un incremento complessivo di 64 milioni di euro (7,3 per cento) rispetto al dato comparativo 2018. La variazione deriva principalmente dall'aumento del costo del carburante pari a 45 milioni di euro (maggiori costi per capacità di volo per 21 milioni di euro ed effetto negativo del differenziale di prezzo e del tasso di cambio per 24 milioni di euro) e dall'aumento dei consumi di materiali per maggiori revisioni dei motori.

I costi per servizi – che includono spese di vendita, spese di traffico e scalo, manutenzione e revisione flotta, noleggi, locazioni, fitti e altre prestazioni – pari a 1.555 milioni di euro,

³³⁷ Il Gruppo, a partire dal 1° gennaio 2019, ha applicato il nuovo principio contabile IFRS 16, così come disposto dal Regolamento UE n. 2017/1986. Tale principio ha sostituito lo IAS 17 e fornisce una nuova definizione di leasing, introducendo un criterio basato sul diritto di controllo di un bene (*right of use*) per distinguere i contratti di leasing dai contratti per la fornitura di servizi

registra una variazione in diminuzione di 112 milioni di euro rispetto al dato comparativo 2018. Più in dettaglio:

- Con riferimento ai costi di vendita, pari a 173 milioni di euro, si registra un incremento di 7 milioni legato alla crescita dei ricavi ed azioni tattiche di sostegno alla vendita;
- Con riferimento alle spese di traffico e scalo, pari a 700 milioni di euro, aumentano di 18 milioni di euro pari al 2,6%, perlopiù per effetto dell'incremento dell'attività di volo e delle tariffe di *handling*;
- Con riferimento ai costi di manutenzione e revisione flotta, pari a 357 milioni di euro, si registra un incremento di 113 milioni di euro dovuti ad un aumento delle spese di manutenzione ed assistenza tecnica di linea per circa 14 milioni di euro e ad un adeguamento del fondo area tecnica per circa 100 milioni di euro. Tale maggiore accantonamento deriva dall'analisi degli extra costi sostenuti nel corso dell'anno e dalla conseguente proiezione sugli eventi manutentivi da sostenere nel prossimo triennio sui motori della flotta A320 in leasing;
- Con riferimento alle altre prestazioni – che includono principalmente spese per servizi ICT e spese per prestazioni varie – pari a 232 milioni di euro, si registra un incremento di costi pari a 13 milioni di euro rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente;
- Con riferimento a noleggi, locazioni e fitti, pari a 84 milioni di euro, si registra una riduzione di 262 milioni di euro rispetto all'anno precedente. L'impatto è dovuto sostanzialmente alla 31 riduzione del costo dei leasing della flotta e dei motori riconducibile all'applicazione dell'IFRS16 per 252 milioni di euro.

Il costo del personale si attesta a 630 milioni di euro, in crescita di 35 milioni di euro (6%) rispetto al 2018. Tale variazione è principalmente ascrivibile all'aumento della forza media retribuita (dovuto all'acquisizione di Alitalia Loyalty) ed a maggiori costi variabili legati all'aumento della capacità di volo consuntivata nell'esercizio 2019.

Gli altri costi operativi - che includono accantonamenti rischi e oneri, minusvalenze, altre imposte e tasse d'esercizio, contributi associativi, perdite su crediti e altri oneri – si attesta a 81 milioni di euro, con una riduzione di 14 milioni di euro rispetto al periodo precedente. Da ultimo, la voce costi capitalizzati per lavori interni – che accoglie le capitalizzazioni di costi sostenuti per manutenzioni a beneficio pluriennale eseguite sulla flotta, per sviluppare/implementare progetti di software e per altra manodopera capitalizzabile - ha

registrato un incremento di 16 milioni di euro, dovuto sostanzialmente all'incremento delle capitalizzazioni sulla flotta.

Per quanto riguarda la situazione di cassa, Al 31 dicembre 2019 presenta un saldo di 586 milioni di euro, evidenziando nell'anno un miglioramento pari a 86 milioni di euro a seguito dei fenomeni qui di seguito descritti³³⁸.

Tabella 5.7: cash flow di Alitalia (trimestrale e annuale) del 2019

| <i>TRIMESTRI</i> | <i>Q1</i> | <i>Q2</i> | <i>Q3</i> | <i>Q4</i> | <i>TOTALE</i> |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| CASSA INIZIALE | 506 | 478 | 434 | 308 | 506 |
| EBITDA e imposte | -89 | 36 | 116 | -92 | -29 |
| Capitale Circolante e fondi | 143 | 59 | -116 | 81 | 167 |
| Investimenti netti | -51 | -51 | -39 | -37 | -178 |
| Variazione depositi | 29 | 1 | 1 | 0 | 31 |
| Variazione maintenance reserve | 15 | -7 | -8 | 8 | 8 |
| FLUSSO DI CASSA OPERATIVO | 47 | 38 | -46 | -40 | -1 |
| FLUSSO DI CASSA AL NETTO DEPOSITI | -19 | 37 | -47 | -40 | -69 |
| Nuovo debito | 0 | 0 | 0 | 400 | 400 |
| Rate aeromobili in leasing e proprietà | -75 | -82 | -80 | -83 | -320 |
| CASSA FINALE | 478 | 434 | 308 | 585 | 585 |

Fonte: *elaborazione propria da dati di bilancio*

Il cash flow, generato dalla gestione operativa (EBITDA)³³⁹ è risultato negativo per 14 milioni di euro, a cui si vanno a sommare le tasse e partite non monetarie negative per 15 milioni di euro. Per quanto riguarda il capitale circolante e i fondi, essi hanno generato una variazione positiva di 167 milioni di euro, così composta:

- +14 milioni per incremento del valore del venduto non ancora volato (biglietti prepagati);
- - 46 milioni di euro per incremento crediti commerciali;
- +75 milioni di euro per incremento debiti commerciali;

³³⁸ I flussi di cassa sono desunti dalle risultanze di Tesoreria e Gestionali con arrotondamenti in €/mln.

³³⁹ L'EBITDA 2019 esclude nella voce "costi per servizi" i canoni di locazione dei beni in leasing, a seguito dell'introduzione del principio contabile IFRS16 (effetto positivo nel 2019 per 252€/M)

- +143 milioni di euro per incremento valore dei fondi, principalmente riferito al Fondo Area Tecnica per manutenzione aeromobili in leasing, a seguito di una rettifica di stima.

Gli investimenti netti del periodo risultati pari a 178 milioni di euro, di cui 155 milioni riferiti ad investimenti sulla flotta e 23 milioni dirottati su altri investimenti, mentre la variazione dei depositi, positiva per 31 milioni di euro è dovuta prevalentemente al recupero dei depositi hedging costituiti nel 2018 a fronte delle coperture sul carburante. Infine, si registra la variazione della *Maintenance Reserve* per 8 milioni di euro, dovuta alla dinamica originata nell'anno, relativamente alla flotta in leasing, dai versamenti a garanzia di manutenzioni future al netto degli incassi per manutenzioni già effettuate.

Le variazioni qui presentate hanno portato ad avere un flusso di cassa operativo positivo per un milione, a cui però vanno sottratti 320 milioni riconducibili al pagamento delle rate per aeromobili in locazione e per il debito verso istituti finanziari legato alla flotta di proprietà e aggiunti 400 milioni di euro di cassa generati dalla nuova tranche di prestito governativo erogato a dicembre 2019. È evidente che il risultato finale, ossia un valore di cassa pari a 586 milioni di euro, sia fortemente condizionato dall'ennesimo salvataggio dello Stato di 400 milioni, senza il quale la cassa sarebbe a 185 con l'impresa che avrebbe bruciato, nel corso di un esercizio, la bellezza di 321 milioni.

I dati appena illustrati evidenziano una situazione economico – finanziaria già ben preoccupante prima della pandemia.

I ricavi sono stati il vero dato sorprendente in positivo, dato una crescita percentuale di quelli derivanti dal traffico aereo del 2% rispetto all'esercizio precedente e degli altri operativi del 3,7%. La crescita percentuale, addirittura superiore rispetto ad altri vettori di bandiera e concorrenziali, non deve però trarre in inganno. Alitalia parte da una base di ricavi in termini assoluti assai più ridotta rispetto alle altre compagnie che operano nel segmento europeo: il gruppo Lufthansa, ad esempio, ha registrato nel 2019 ben 36,42 miliardi di cui 28,13 dal traffico aereo, con una crescita rispetto all'anno precedente del 2% circa. Anche AF-KLM ha registrato un aumento percentuale, decisamente più sostenuto (+3,7% rispetto al 2018), così come British Airways (addirittura +2,5%) nonostante una frenata delle entrate derivanti dal comparto cargo. Il problema evidenziato prima in merito alle basse entrate di Alitalia si accentua se i ricavi vengono confrontati con le low cost Ryanair ed Easyjet: la prima ha incassato nel 2019 circa 7,7 miliardi con una crescita percentuale del 7,6%, la seconda 6,39 con un balzo del 6.6% rispetto all'anno prima.

In buona sostanza, nonostante la crescita dei ricavi, Alitalia incassa in termini assoluti 18 volte in meno del più efficiente vettore di bandiera (Lufthansa) e circa 3/4 volte in meno dei suoi diretti concorrenti low cost. Inoltre, in termini percentuali, nel campione di imprese considerate è quella che ha avuto un aumento in termini di entrate minore ed è cresciuta ad un tasso inferiore rispetto a quello dell'intera industria (passata dai 812 miliardi del 2018 ai 838 del 2019, per una crescita del 3,2%).

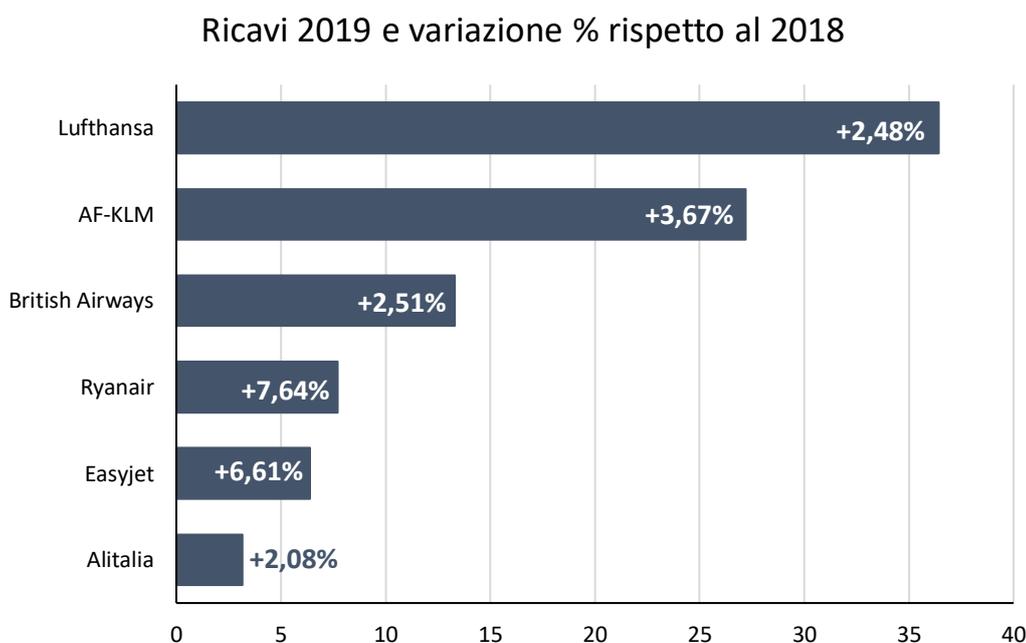


Figura 5.21: ricavi 2019 e variazione % delle principali compagnie europee - Fonte: *elaborazione propria da dati aziendali*

Oltre a una chiara inefficienza dei ricavi rispetto ai concorrenti e al trend di mercato, il vero problema di Alitalia nel 2019 è stata la struttura dei costi. Pur avendo leggermente ridotto i costi operativi dell'anno precedente anche se in maniera irrilevante (-1,34%), a pesare sono gli ammortamenti e le svalutazioni effettuate, poco meno che raddoppiate rispetto al 2018 (429 rispetto a 219) che hanno condotto ad un EBIT finale di - 443 milioni di euro. Una situazione di crisi che però, pur non essendo consolatoria, ha coinvolto altri vettori: Lufthansa ha aumentato i propri costi operativi del 6% con una riduzione dell'EBIT del 36% (pur rimanendo in positivo, pari a 1,85 miliardi); stesso discorso altresì per AF-KLM (+5,14%), British Airways (+4,15%), Ryanair (+21,84%³⁴⁰) ed Easyjet (+7,04%). Nonostante un aumento dei costi (in alcuni casi inferiori alla crescita percentuale dei ricavi) e le alte quote di D&A o di debito finanziario di alcune di esse (Easyjet 461 milioni di

³⁴⁰ Dovuto principalmente all'acquisto di 75 aerei Boeing 737 max.

ammortamenti, AF-KLM 442 milioni di debito finanziario) le compagnie appena menzionate possedevano tutte un EBIT positivo che si è tradotto in utile a fine anno.

La tabella che segue propone il costo unitario annuo per aereo in base a diverse voci di costo:

Tabella 5.8: costo unitario annuo per aereo nel 2019 in base ad alcuni voci di costo

| <i>Compagnia</i> | <i>Flotta</i> | <i>Spese personale</i> | <i>Carburante</i> | <i>Manutenzione</i> | <i>D&A</i> | <i>Vendita e pubblicità</i> |
|------------------|---------------|------------------------|-------------------|---------------------|----------------|-----------------------------|
| Alitalia | 113 | 5.575.221 € | 8.336.283 € | 3.159.292 € | 3.796.460 € | 1.530.973 € |
| Easyjet | 331 | 2.595.166 € | 4.277.946 € | 912.387 € | 1.392.749 € | 474.320 € |
| Ryanair | 479 | 2.054.280 € | 5.066.806 € | 398.539 € | 1.337.161 € | 1.141.962 € |
| AF-KLM | 554 | 14.691.336 € | 9.947.653 € | 4.743.682 € | 5.391.697 € | 1.857.401 € |
| Lufthansa | 752 | 12.115.691 € | 8.929.521 € | 986.702 € | 3.938.830 € | 510.638 € |

Fonte: *elaborazione propria da dati aziendali*

Si nota fin da subito la sproporzione di alcune voci di costo. Alitalia, pur non spendendo eccessivamente rispetto ai vettori tradizionali in personale, ha uscite per più del doppio rispetto ai vettori low cost³⁴¹; il carburante e la manutenzione rappresentano il vero tallone d’Achille per una compagnia che spende in benzina esattamente la stessa cifra di Lufthansa e AF-KLM pur avendo un settimo e un quinto della sua flotta rispettivamente. Si rende pertanto necessario rinegoziare tempestivamente i contratti con i fornitori di carburante, dato che il gruppo ha sempre pagato il carburante con un contratto di *hedging* contro le oscillazioni del prezzo del petrolio che ha mantenuto elevato il costo del carburante anche in caso di ribassi.

Totalmente sproporzionati risultano essere altresì i costi relativi al leasing (vedi *infra* §5.3.3.), agli ammortamenti (Alitalia spende quasi come Lufthansa pur avendo 639 aerei in meno nella propria flotta) e alla pubblicità/vendite: essi sono superiori a Ryanair pur non avendo la stessa “aggressività” comunicativa e non dovendo pubblicizzare così tante tratte come la compagnia irlandese.

³⁴¹ Per un’analisi approfondita sul costo del personale si veda il §5.3.3

5.3.2.2 Conto economico e cash-flow 2020

Inevitabilmente i risultati legati al presente conto economico sono fortemente condizionati dalla crisi sanitaria scoppiata in Cina a dicembre 2020 e che ha travolto l'Europa a marzo dell'anno seguente. L'obiettivo di tale paragrafo è capire quale impatto la pandemia abbia avuto sui bilanci di Alitalia e delle altre compagnie europee, all'interno di un settore fra i più colpiti a causa delle restrizioni normative in merito al traffico passeggeri.

Tabella 5.9: conto economico Alitalia 2020³⁴² (in milioni di euro)

| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | 2020 | 2019 | var % |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|
| Ricavi del traffico | 425 | 65 | 154 | 81 | 725 | 2932 | -75,27% |
| Altri ricavi operativi | 39 | 15 | 218 | 105 | 377 | 209 | 80,38% |
| <i>di cui non ricorrenti</i> | 0 | 0 | 199 | 73 | 272 | | |
| Totale ricavi operativi | 464 | 80 | 372 | 186 | 1102 | 3141 | -64,92% |
| Consumi di materie prime e di consumo | -151 | -15 | -33 | -23 | -222 | -942 | -76,43% |
| Costi per servizi | -279 | -57 | -138 | -85 | -559 | -1555 | -64,05% |
| Costi per il personale | -136 | -81 | -89 | -81 | -387 | -630 | -38,57% |
| Altri costi operativi | -12 | -44 | -7 | -22 | -85 | -81 | 4,94% |
| Costi capitalizzati per lavori interni | 3 | 3 | 5 | 5 | 16 | 53 | -69,81% |
| Totale costi operativi | -575 | -194 | -262 | -206 | -1237 | -3155 | -60,79% |
| EBITDA | -111 | -114 | 110 | -20 | -135 | -14 | -864,29% |

Fonte: elaborazione propria da dati aziendali

Ricavi operativi

Nel primo trimestre del 2020 i ricavi del traffico - che includono ricavi passeggeri, cargo, posta, charter, *ancillaries*³⁴³ - sono pari a 425 milioni di euro, in calo rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-140 milioni di euro pari al -25%). La variazione negativa è guidata dalla performance dei ricavi passeggeri (-139 milioni di euro; pari al -27%) per effetto di una consistente riduzione di attività operata nel mese di marzo in conseguenza dell'impatto del COVID19 (-120 milioni di euro). Anche il tasso di riempimento dei voli nel periodo è stato peggiorativo rispetto al 2019 (-6,2 punti percentuali di Load Factor) mentre il ricavo medio per passeggero ha registrato un lieve miglioramento (+3,6%). Gli altri Ricavi Operativi, pari a 39 milioni di euro, diminuiscono rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente di 10 milioni di euro (-20%) per il generalizzato calo di attività del mese di marzo.

³⁴² Si precisa che, durante la fase di stesura, Alitalia non aveva ancora pubblicato i dati dell'intero esercizio 2020 ma solo quelli trimestrali. Il conto economico di fine anno di cui sopra è, pertanto, frutto di elaborazione propria.

³⁴³ Corrispondono alle entrate accessorie, cioè generate da beni o servizi che differiscono o migliorano i servizi principali o le linee di prodotti di un'azienda. Le entrate accessorie sono definite come le entrate generate che non provengono dai prodotti e servizi principali di un'azienda.

L'impatto della pandemia ha determinato entrate estremamente negative nel 1° trimestre 2020, peggiorate sensibilmente in quello successivo in cui la compagnia ha visto una riduzione dei ricavi da 710 a 65 milioni rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente a causa del lockdown imposto sul suolo nazionale (-86,8% in termini di posti offerti e -93,3% in termini di ASK, registrati nel secondo trimestre 2020).

A fine anno le restrizioni imposte nel primo semestre e a ottobre per fronteggiare la seconda ondata hanno determinato ricavi del traffico pari a 725 milioni (-75,27%) a cui si aggiungono 377 milioni di altri ricavi operativi (valore aumentato del 80% circa). Il dato, tuttavia, non deve trarre in inganno: 272 di questi fanno parte di tranche di prestito erogato dal governo negli ultimi due trimestri, senza i quali i ricavi complessivi sarebbero stati pari a 857 milioni (e non 1,1 miliardi) per un crollo del 72,73% (contro il -64,92% effettivamente registrato).

Costi operativi

I costi operativi nel 2020 si attestano a 1,23 miliardi di euro, in diminuzione di quasi 1,9 miliardi di euro (-60,72%) rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, principalmente per la diminuzione dei costi variabili correlati alla minore attività operata (carburante, spese di vendita, costi di scalo e traffico, costi per il personale navigante e spese di manutenzione aeromobili).

Più nel dettaglio, i consumi di materie prime e materiali di consumo si attestano a quota 222 milioni di euro, con un risparmio del 76,43% rispetto al 2019. La variazione deriva principalmente dai minori costi per carburante flotta per 788 milioni di euro (minori costi per riduzione dell'attività di volo per 739 milioni di euro a cui si aggiunge l'effetto positivo del differenziale di prezzo e del tasso di cambio per 49 milioni di euro) dai minori consumi di materiali tecnici per revisioni e manutenzioni per 52 milioni di euro, nonché per altri materiali per servizi di bordo, vestiario ed economato per 22 milioni di euro.

I costi per servizi si sono ridotti a 559 milioni (-64,05%) per effetto di una flessione delle seguenti voci (pari a):

- Costi di vendita: 123 milioni di euro;
- Spese di traffico e scalo: 459 milioni di euro;
- Costi manutenzione e revisione flotta: 304 milioni di euro³⁴⁴;
- Altre prestazioni: 91 milioni di euro³⁴⁵;

³⁴⁴ La minore attività è stata in parte compensata da extra costi di manutenzioni e riparazioni motori, sanificazione, pulizia e logistica.

³⁴⁵ Per minori costi di missione e pernottamento del personale dipendente.

- Noleggi, fitti e locazioni: 11 milioni di euro;

La voce di costo relativa al personale si attesta a 387 milioni (-38,57%), per effetto della minore attività operativa e della minore forza media riscontrata nel periodo (-314 persone nei trimestri dispari, -346 nel secondo), correlata al maggior numero di giornate CIGS³⁴⁶ e ferie effettuate, oltre alla riduzione degli straordinari per il personale di terra e a minori costi variabili per effetto della riduzione di attività di volo, oltre al maggior numero di giornate di cassa integrazione e ferie usufruite.

L'unica voce di costo in aumento sono stati gli altri costi operativi (anche se solo per 4 milioni), la cui crescita è stata determinata principalmente per le maggiori perdite rilevate su crediti per Maintenance Reserve ma in parte compensate dai minori accantonamenti a fondi rischi, minori oneri da partnership MilleMiglia. e da ricavi per rilascio di accantonamento di quote ETS del 2019.

Come fatto precedentemente, viene di seguito riportato il flusso di cassa del 2020, il quale evidenzia come la società abbia risentito dell'impatto del Covid-19 anche in termini di flussi:

Tabella 5.10: cash-flow di Alitalia (trimestrale e annuale) nel 2020

| TRIMESTRI | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
|--|------|------|-----|------|
| CASSA INIZIALE | 586 | 316 | 226 | 303 |
| EBITDA | -111 | -114 | 109 | -20 |
| Imposte e altre partite contabili | -2 | -14 | -9 | -6 |
| Capitale Circolante e fondi | -64 | -40 | -11 | -113 |
| Investimenti netti | -20 | -10 | -13 | -11 |
| Variazione depositi | 1 | 25 | 1 | 11 |
| Variazione maintenance reserve | 4 | 118 | 27 | 21 |
| FLUSSO DI CASSA OPERATIVO | -192 | -35 | 104 | -118 |
| Nuovo debito | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Rate aeromobili in leasing e proprietà | -78 | -55 | -27 | -9 |
| CASSA FINALE | 316 | 226 | 303 | 176 |

Fonte: *elaborazione propria da dati di bilancio*

³⁴⁶ Il trattamento di integrazione salariale straordinario (CIGS) è una prestazione economica erogata dall'Inps per integrare o sostituire la retribuzione dei lavoratori al fine di fronteggiare le crisi dell'azienda o per consentire alla stessa di affrontare processi di ristrutturazione/riorganizzazione/riconversione.

Il saldo della cassa al termine del quarto trimestre 2020 è stato pari a 175 milioni di euro³⁴⁷, evidenziando nell'intero esercizio 2021 un decremento di 411 milioni di euro.

Nello specifico, il cash flow generato dalla gestione operativa (EBITDA) è risultato negativo per 136 milioni di euro, incluso i contributi Covid incassato nei mesi di settembre e dicembre per quasi 273 milioni di euro, a cui si vanno ad affiancare tasse e altre partite contabili negative per 31. La variazione del capitale circolante ed i fondi ha generato un impatto negativo di 11 milioni di euro, così composta:

- -150 milioni di euro per decremento del valore del venduto non ancora volato, coerente con la stagionalità del business e la riduzione dei flussi di vendita causati dalla pandemia da Covid-19³⁴⁸;
- +286 milioni di euro dovuto al decremento dei crediti commerciali;
- -207 milioni di euro dovuto al decremento dei debiti commerciali;
- +22 milioni di euro dovuto al decremento del magazzino;
- -179 milioni di euro per variazione del Fondo area tecnica.

Gli investimenti complessivi del periodo ammontano a 54 milioni di euro principalmente per interventi manutentivi su flotta (37,1 mln/€), IT (10,5 mln/€) e facility management/altri investimenti (3,4 mln/€), mentre la voce depositi incide positivamente sul cash flow per 38 milioni di euro, a seguito principalmente della restituzione di due depositi c/o la IATA. La variazione della *Maintenance Reserve* incide sul cash flow positivamente per 170 milioni di euro ed è dovuta alla dinamica originata dal versamento a garanzia delle manutenzioni future, relative ad aeromobili in leasing (credito), al netto degli incassi avvenuti nel periodo a fronte delle manutenzioni già effettuate (recupero del credito).

A seguito di tali variazioni, il flusso di cassa operativo nel quarto trimestre 2020 è stato negativo per 119 milioni di euro (escludendo il contributo Covid il flusso di cassa operativo risulta negativo per 192 milioni di euro) a cui si aggiungono -36,9 milioni di euro riconducibili al pagamento delle rate (quote capitale e interessi) di finanziamenti legati alla flotta di proprietà e -132,6 milioni per il pagamento delle rate di leasing su aeromobili e motori (leasing operativi e finanziari).

³⁴⁷ Cassa totale del gruppo Alitalia composta da Alitalia SAI in AS per 143,1mln/€, Loyalty per 30,6mln/€ e Società Irlandesi per 1,3mln/€.

³⁴⁸ Il debito per biglietti prepagati (venduto non volato) accoglie il debito complessivo sorto a fronte dell'acquisto di biglietti da parte dei clienti per servizi da erogare. In caso di rimborso del biglietto, il debito viene estinto a fronte della restituzione dell'importo originariamente incassato dal passeggero

È inevitabile, parlando del settore aereo, come ci sia un prima e un dopo piuttosto chiaro e specifico. Si tratta del trauma extra-economico peggiore che il comparto abbia mai subito, dato che le imprese che vi operano hanno visto la domanda dei clienti praticamente azzerarsi a partire dal 2° semestre per poi dare qualche timido segnale di ripresa nel terzo (storicamente il migliore per le compagnie aeree, visto il flusso turistico dei mesi estivi). In termini di ricavi, il settore ha più che dimezzato le sue entrate (838 vs 372 miliardi, contro gli 872 previsti se non ci fosse stata la pandemia), trend seguito dalle principali compagnie aeree europee che hanno registrato nell'anno 2020 una diminuzione dei ricavi che in termini percentuali oscilla fra il -52% di AF-KLM e il -80% di Ryanair. A tal proposito, giova ricordare che il dato della compagnia low cost di O'Leary è influenzato dalla mancata erogazione di contributi comunitari e/o statali nei suoi confronti di cui hanno beneficiato i vettori tradizionali³⁴⁹.

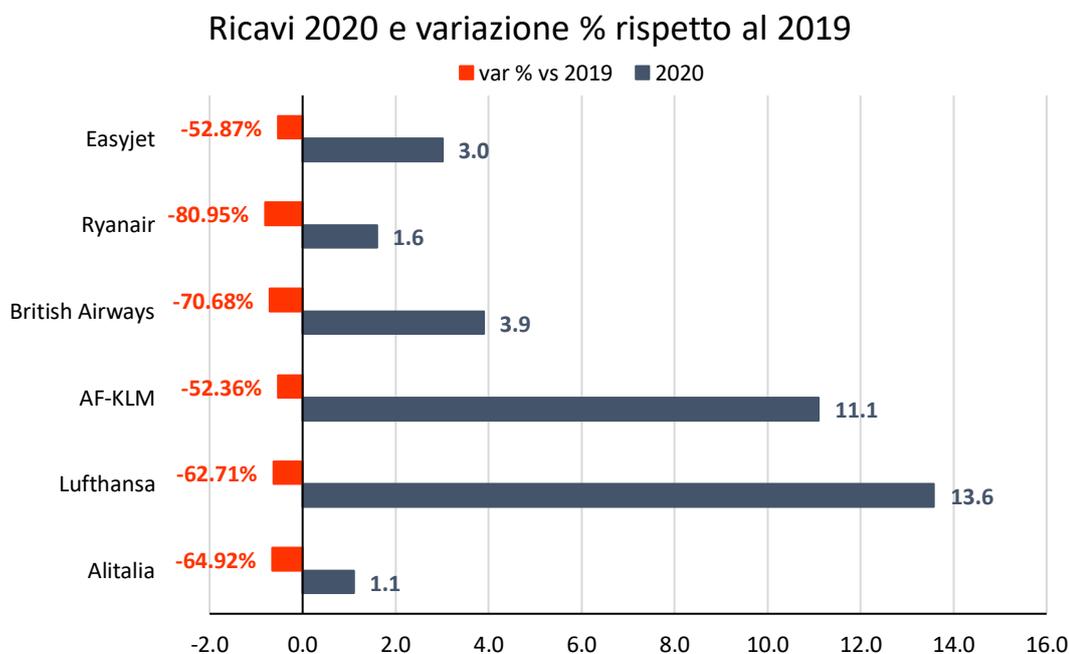


Figura 5.22: ricavi 2020 (in milioni di euro) e variazione % rispetto al 2019. Fonte: *Statista (2021)*

Le strutture dei costi delle altre compagnie sono state altresì ridimensionate, con un risparmio determinato dalla scarsa operatività.

Il blocco ai decolli ha nello specifico ridotto il consumo di carburante, dimezzandone l'utilizzo in quale caso (Ryanair, EasyJet) o addirittura abbattendo il costo relativo di 6 volte tanto (Lufthansa). Anche le spese relative al personale si sono ridotte sensibilmente rispetto all'anno prima, in misura più o meno simile ad Alitalia, così come le spese di manutenzione,

³⁴⁹ Occorre valutare altresì l'assenza di vettori cargo nelle compagnie low cost, di cui al contrario dispongono (seppur in misura ridotta) le aziende tradizionali.

circa dimezzate per quasi tutte le compagnie (ad eccezione di Ryanair, che si sono ridotte di solo il 19,5%). Rimangono, con un impatto negativo, i costi relativi a svalutazioni e ammortamenti soprattutto per EasyJet e Lufthansa: la prima ha effettuato deprezzamenti in misura pari all'anno precedente, mentre la seconda è riuscita a mantenere fissa la quota D&A ma ha compiuto operazioni di svalutazione per 4,38 miliardi (contro i 2,7 del 2019). Ad incidere nello specifico sono state le svalutazioni degli aeromobili e dei relativi motori, passate da 36 milioni a 1,41 miliardi: gli elevati costi di *impairment* hanno ampliato a dismisura la forbice fra l'EBITDA *margin* e l'EBIT *margin*: nel 2018 e 2019 era (in termini percentuali assoluti) rispettivamente pari a 6,15 e 7,62, mentre nel 2020 pari a -32,3. Si propone di sotto un contributo grafico sulla variazione dell'EBIT *margin* nell'ultimo triennio per cogliere l'impatto della pandemia:

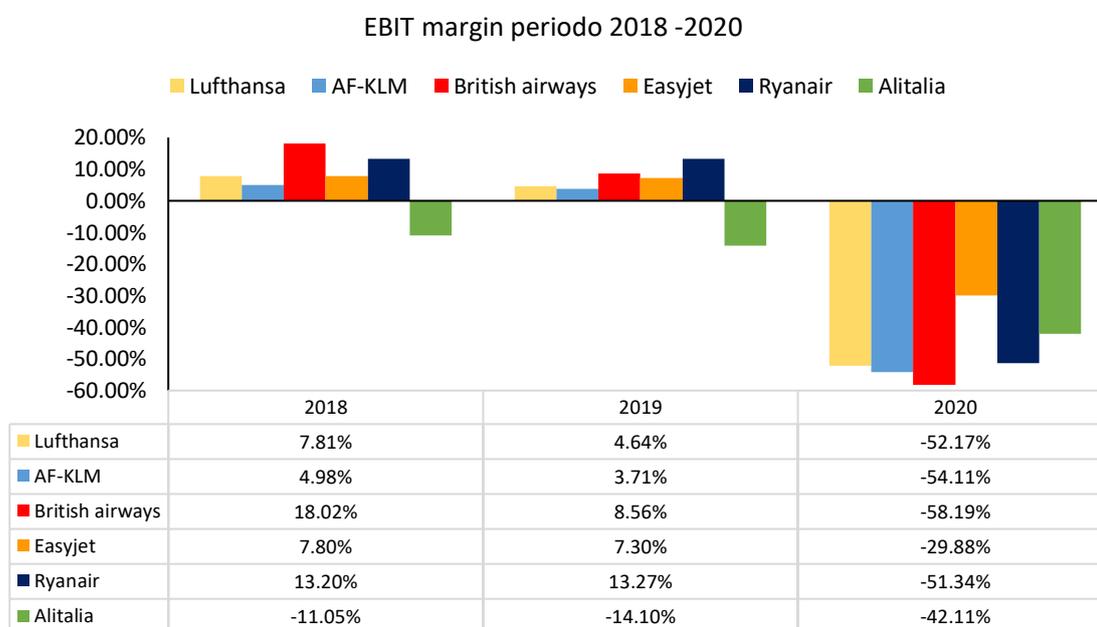


Figura 5.23: EBIT *margin* delle principali compagnie aeree europee - Fonte: *elaborazione propria da dati aziendali*

Per quanto attiene all'ultimo elemento di questa analisi delle scritture contabili, ossia i cash-flow, la crisi sanitaria ha "bruciato" notevoli quantità di cassa a tutte le compagnie visto i ridotti ricavi che hanno conseguito (nonostante gli aiuti ricevuti dallo Stato).

Per quanto riguarda le compagnie analizzate, si sono potuti constatare dai bilanci i seguenti punti in comune:

- Riduzione dei crediti vs clienti superiore alla riduzione dei debiti vs fornitori;
- Flusso di cassa operativo in perdita;
- Ricorso al debito per mitigare gli effetti di bassi ricavi.

Nello specifico, Ryanair ha visto ridotto il proprio flusso di cassa derivante da attività operative di quasi 3,8 miliardi, dove ha inciso la quantità di debiti verso i fornitori (-407 milioni), i ratei passivi aumentati (1,3 miliardi) e le spese sostenute per contenere le inefficienze. Anche EasyJet ha visto una riduzione del proprio FCFO di quasi 762 milioni (contro un valore esattamente uguale dell'anno precedente ma di segno positivo) cercando di mitigare il risultato di quest'area aziendale attraverso flussi positivi delle attività d'investimento e finanziarie conseguiti attraverso la vendita di aeromobili e ricorrendo al debito finanziario per 1,4 miliardi. Stesse dinamiche si sono verificate per AF-KLM (riduzione dei crediti verso fornitori per 700 milioni circa e stipulazione di un piano finanziario con le banche di quasi 11 miliardi, di cui un terzo già restituito) e British Airways (-2,4 di FCFO e prestito per 3,5 miliardi) e Lufthansa (-2,3 di FCFO e prestito per 6,7 miliardi).

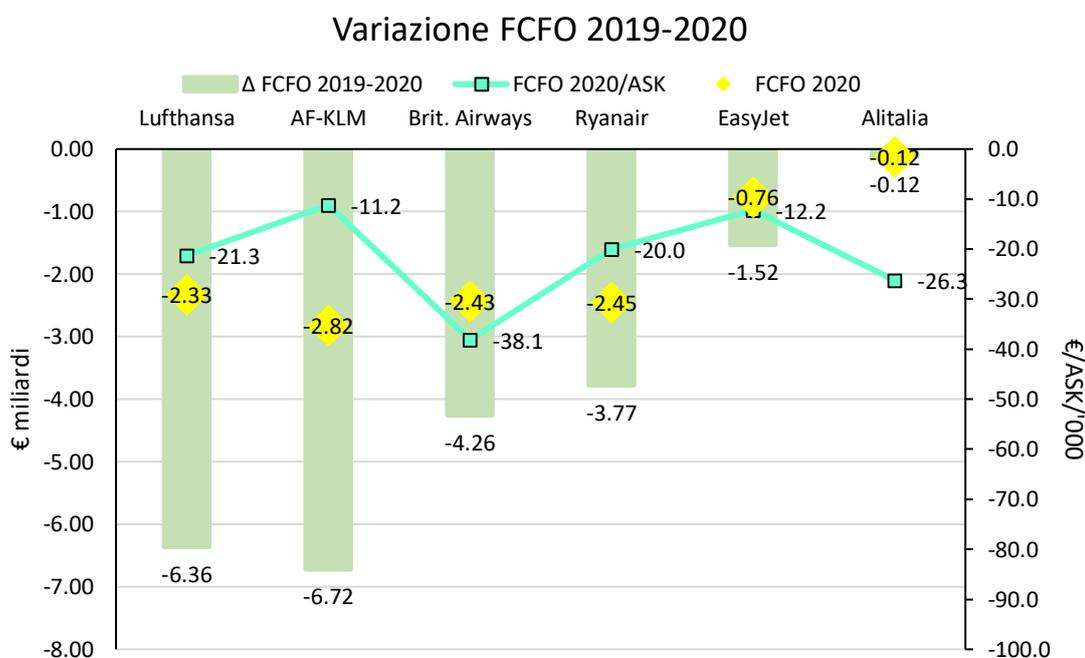


Figura 5.24: variazione (in milioni di euro) del flusso di cassa operativo prima e post emergenza sanitaria -
Fonte: Audizione Commissioni riunite I e V (2021)

5.3.3 I principali problemi di Alitalia

I costi operativi

Il principale errore strategico commesso in questi anni è stata la mancata cessione del gruppo ad un investitore. La mancata vendita dell'azienda ha comportato un aggravarsi della situazione che tutt'oggi è ben lontana dall'essere risolta.

Spiragli positivi, dopo l'acquisizione di Etihad, erano rappresentati dall'interesse del fondo *private equity* Cerberus, il quale era disponibile a partecipare come azionista di minoranza al 49% attraverso l'investimento di un miliardo e il controllo della ristrutturazione³⁵⁰. Tale soluzione, accantonata senza spiegazioni accettabili, ha di fatto reso Alitalia sotto l'egida del governo attraverso la sottoposizione alla procedura di amministrazione straordinaria.

Il bilancio di cinque anni di amministrazione straordinaria si può definire ampiamente negativo. Oltre a non vendere l'azienda, non sono stati nemmeno ridotti gli elevati costi gestionali che anzi, nei tre anni in cui l'impresa è stata sottoposta a tale procedura concorsuale, sono rimasti identici a quelli della precedente gestione privata che ha portato all'insolvenza:

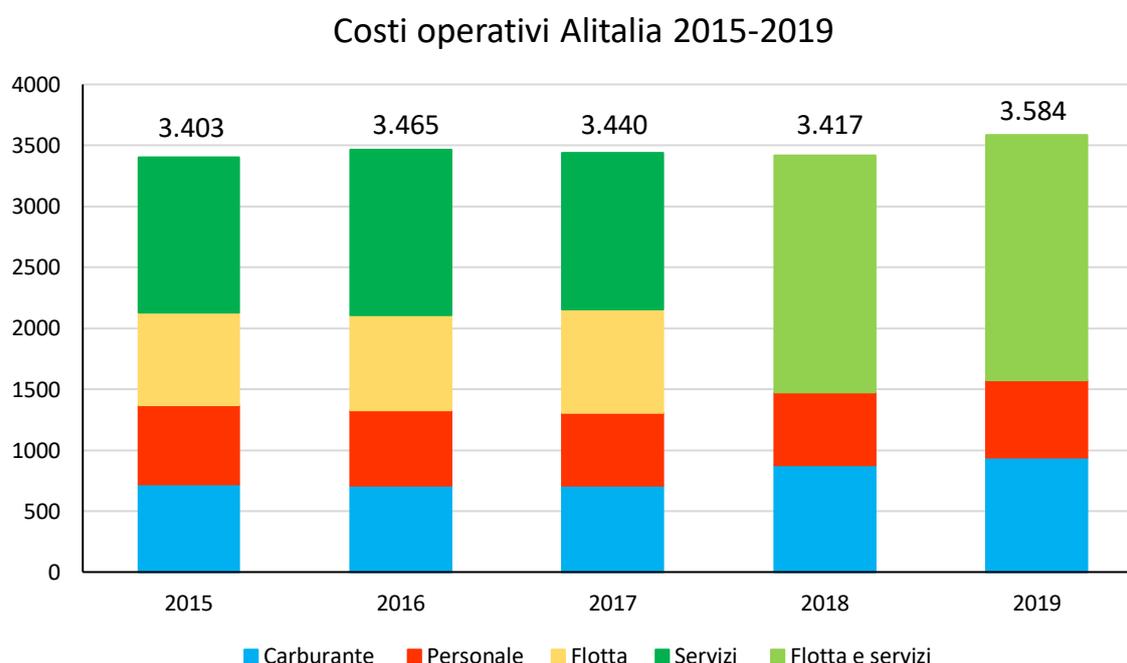


Figura 5.25: costi operativi nel biennio a gestione Etihad e nel triennio di amministrazione straordinaria - Fonte: Arrigo (2021)

³⁵⁰ L'impossibilità di diventare azionista di maggioranza è data dal divieto comunitario a partecipazioni di controllo in imprese di trasporto aereo da parte di soggetti non europei.

I costi industriali di Alitalia, tratti da informazioni ufficiali dell'azienda, sono riportati per macrocategorie nel grafico 5.21, il quale mostra negli anni 2015-2018 un livello aggregato costante di poco superiore ai 3,4 miliardi e in risalita nel 2019, principalmente per effetto della componente carburante, verso i 3,6 miliardi. Questi costi complessivi sono convertibili in costi unitari solo in base a stime, poiché l'amministrazione straordinaria non ha mai pubblicato, in questi anni, i dati industriali.

Per comprendere appieno la difficoltà di Alitalia, Arrigo (2021) ha proposto un interessante confronto con Lufthansa in merito ai costi operativi³⁵¹. Il grafico sottostante riporta il costo medio per posto offerto per un volo di mille chilometri da entrambe le compagnie:



Figura 5.26: costi operativi di Alitalia e Lufthansa per posto offerto per un volo di mille km - Fonte: Arrigo (2021)

Nel quinquennio 2015-2019 il gruppo Lufthansa ha conseguito un importante contenimento dei costi unitari, scendendo da 84 a 71 euro per un posto offerto per un volo di mille km. Invece, Alitalia è salita dai 72 euro del 2015 ai 77 dell'ultimo anno, perdendo completamente il vantaggio di costo rispetto al gruppo tedesco. Nel 2015 la forbice era a favore di Alitalia per 12 euro, mentre nel 2019 è divenuta negativa per 6 euro, con un peggioramento relativo di 18 euro.

Si evince chiaramente come il vettore tedesco sia riuscito a implementare una politica di riduzione dei costi piuttosto efficace, al contrario di Alitalia. Da un punto di vista strettamente numerico, la compagnia italiana dovrebbe avere un discreto successo dati i suoi costi in linea con Lufthansa. La differenza, in questo caso, la fa l'eccessiva focalizzazione

³⁵¹ Ugo Arrigo, «Alitalia, cinque anni di perdite inutili», *lavoce.info*, 21 giugno 2021, par. Infrastrutture e trasporti.

sul mercato italiano: i suoi costi, come già ampiamente sostenuto, sono fuori mercato dati anche i bassi proventi unitari e deve affrontare un concorrente come Ryanair che è in grado di trasportare il doppio dei suoi passeggeri alla metà del costo unitario.

Per cercare di comprendere più a fondo l'origine di tali problemi è utile fare un excursus storico in merito alla composizione dei costi operativi e confrontarli con i principali vettori low cost, dato che sono loro i *competitors* principali di Alitalia.

Va premesso che dal 2003 al 2009 si è assistito ad una riduzione del costo medio per posto offerto, oscillando fra i 111 e i 75 euro. Il valore del 2009 (anno della prima gestione privata) è rimasto pressoché costante fino al 2015, aumentando leggermente l'anno successivo fino a toccare quota 79 euro nel 2019.

Approfondendo ulteriormente, risultano essere molto interessanti le dinamiche relative a due voci di costo, entrambe fisse: il personale e la flotta.

Al contrario di quanto è ormai opinione diffusa, il costo del lavoro medio si è ridotto: esso è sceso a 15 euro nel 2009 e ulteriormente abbassatosi ai 12 euro dell'ultimo quinquennio. Tale contenimento è stato tuttavia vanificato dall'aumento negli ultimi esercizi del costo della flotta, cresciuti dai 14 euro del primo anno di gestione privata sino ai 21 euro del 2019: si tratta di un grave problema dato che i sacrifici accettati negli ultimi anni dal fattore lavoro non hanno in alcun modo favorito il contenimento del disavanzo aziendale ma sono stati integralmente utilizzati per finanziare le crescenti spese per la flotta.

Il costo del lavoro, per quanto riguarda Alitalia, incide sempre meno sui costi industriali complessivi della compagnia, passando gradualmente nel corso degli anni dal 24% del 2003 fino al 17,5% del 2019. Si tratta di un valore che non trova equivalente nelle grandi altre compagnie europee di tipo tradizionale: ricollegandoci al grafico 5.2, il costo del personale per British Airways era pari al 26,78% nel 2019, dato leggermente più alto di Lufthansa (24,04%) ma nettamente inferiore rispetto ad Air France (31,09%).

Alitalia è quindi una compagnia che spende relativamente poco per i propri dipendenti: due anni fa ha pagato stipendi per circa 11 mila dipendenti spendendo complessivamente 630 milioni di euro di cui 504 per retribuzioni e 126 per oneri sociali e TFR. Nello stesso anno, Lufthansa ha speso complessivamente 9,12 miliardi di euro per il pagamento di 138.353 dipendenti (numero purtroppo abbassatosi a 110.065 nel 2020 a causa del taglio necessario per la crisi pandemica); AF-KLM circa 8,14 miliardi per 83.097 dipendenti e British Airways ha erogato stipendi nei confronti dei suoi 42.322 dipendenti per un valore pari a 3,1 miliardi. Alitalia è quindi una compagnia molto distante rispetto agli altri grandi vettori europei tradizionali sia per numero di dipendenti che per costo del lavoro complessivo. La sua grande

problematica, come già ampiamente evidenziato, consiste nel termine di raffronto: per quote di mercato e servizi offerti essa è più comparabile alle principali low cost presenti nel nostro mercato, ossia Ryanair, Easyjet e Vueling. Nel 2019, la prima era composta da 17.268 dipendenti nei confronti dei quali sono stati elargiti salari per 984 milioni di euro (con un impatto complessivo sui costi totali pari al 14,58%); la seconda 944 milioni per 14.751 dipendenti (14,51%); Vueling circa 201 milioni per molti meno dipendenti (3.300).

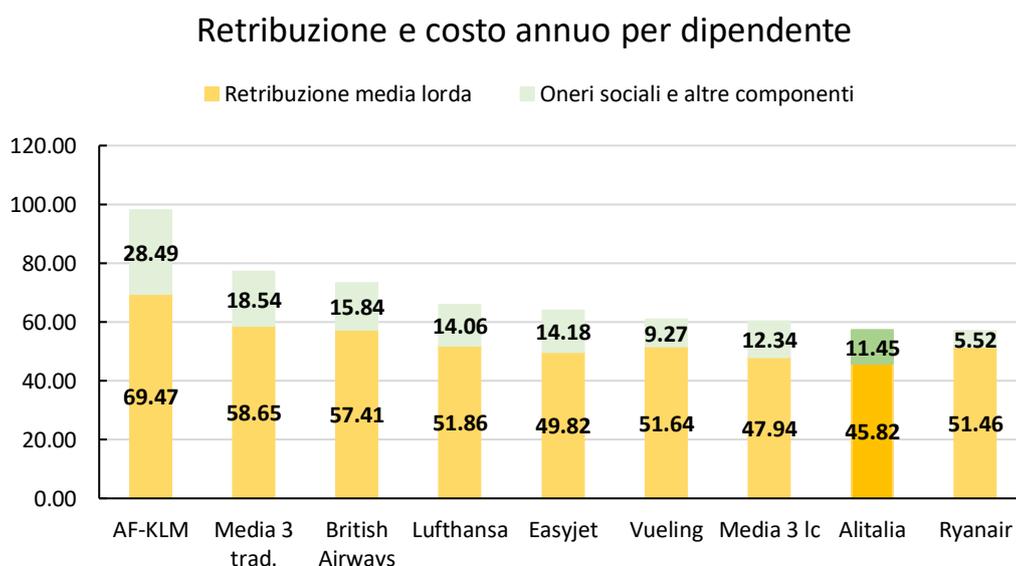


Figura 5.27: retribuzione e costo del lavoro annuo per dipendente (migliaia di euro-2019) - Fonte: *elaborazione propria su dati aziendali*

Dalla figura di cui sopra, si evince come Alitalia sia ultima per retribuzione totale e lorda rispetto alle compagnie considerate nel campione, nonché eroghi quasi 13mila euro annuali in meno ai propri dipendenti rispetto alle compagnie tradizionali e all'incirca 2mila euro rispetto ai vettori low cost. Da questa analisi è possibile trarre una conclusione chiara e ben definita: non sono, al contrario dell'opinione comune, i costi del personale ad aver causato la crisi di Alitalia. Si tratta di una componente di costo potenzialmente competitiva rispetto alle compagnie di bandiera ma la cui incidenza sui costi totali è troppo alta per poter esserlo con i vettori low cost che operano nel nostro paese. Quest'ultime, infatti, esternalizzano numerose mansioni (parte di assistenti di volo, addetti al check-in o al servizio di rampa) che pertanto finiscono contabilmente sotto la voce servizi e non cascano sotto le dirette dipendenze della compagnia.

Oltre allo sproporzionato costo del personale rispetto ai suoi concorrenti diretti, il vero problema di Alitalia sembra risiedere nel costo della flotta. Ad inizio 2020, essa

comprendeva 118 aerei di cui 77 in leasing³⁵². La percentuale di aerei di proprietà è quindi estremamente bassa (poco meno del 35%) soprattutto se si considera che Easyjet, all'interno della propria flotta, ne possiede circa il 41% e Ryanair ben oltre il 65%. Il dato è particolarmente allarmante considerando anche che i due vettori low cost appena citati hanno un costo medio unitario relativamente ai leasing molto più basso rispetto al vettore italiano.



Figura 5.28: composizione % (proprietà e noleggio) della flotta di Ryanair, Easyjet ed Alitalia – Fonte: elaborazione propria

Si tratta di una problematica piuttosto seria considerando che un mix di fattori – dalla scadenza dei contratti a noleggio fino alle manutenzioni obbligatorie – rischiano di costringere la compagnia ad operare con meno di 100 aerei disponibili³⁵³. Il costo del leasing rappresenta quindi il vero cruccio: il noleggio è costato, nel 2019, ben 336 milioni, cifra superiore del 48% rispetto al vero prezzo che dovrebbe pagare secondo Airfinance Journal. I costi di leasing sugli aeroplani sono pertanto fuori mercato e ha comportato altresì elevati costi di manutenzione.

È utile citare, in tal senso, uno studio effettuato nel 2016 da Arrigo, Battaglia e di Foggia sui dati dell'anno precedente³⁵⁴. Alitalia, allora, contava su una flotta di 122 aerei, di cui 25 a lungo raggio, 20 regionali e 75 a medio raggio e solamente 7 di proprietà diretta. Gli autori effettuarono un calcolo dei leasing distinto per modello e, per valutare se questi valori unitari sono alti o bassi, convertirono il costo annuo per aereo nel costo dell'offrire un posto a bordo per un'ora di volo. Tale dato si ottiene dividendo il costo annuo per i posti medi a bordo e in seguito ancora per le ore medie annue volate.

Si riporta di seguito la stessa metodologia di calcolo parametrata sui dati del 2019:

³⁵² Leonardo Berberi, «Alitalia si restringe ancora: la flotta scende sotto quota 100», *Corriere della Sera*, 2 gennaio 2020, par. L'Economia.

³⁵³ In tal senso, questo spauracchio è già purtroppo diventato realtà: secondo le più recenti indiscrezioni, la nuova ITA partirà con una flotta addirittura dimezzata a 52 velivoli, anche se tutti di proprietà.

³⁵⁴ Ugo Arrigo, Andrea Battaglia, e Giacomo Di Foggia, «La nuova crisi di Alitalia e le prospettive di soluzione» CESISP (2016).

Tabella 5.6: costi della flotta Alitalia in leasing

| | <i>Unità di misura</i> | <i>Flotta regionale</i> | <i>Flotta breve-medio</i> | <i>Flotta lungo raggio</i> | <i>Flotta totale</i> |
|-------------------------------------|------------------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------|----------------------|
| Costo annuo totale | (mil. euro) | 48 | 144 | 144 | 336 |
| Numero aerei per tipologia | (numero) | 16 | 42 | 19 | 77 |
| Costo annuo leasing per aereo | (mil. euro) | 3,00 | 3,43 | 7,58 | 4,36 |
| Posti medi per velivolo | (numero) | 91 | 171 | 256 | 173 |
| Costo medio annuo per posto | (migl.euro) | 30,33 | 49,88 | 33,78 | 39,57 |
| Ore medie annue volate | (migliaia) | 2,5 | 2,7 | 5,0 | 3,4 |
| Costo medio per posto e ore di volo | (euro) | 12,13 | 18,47 | 6,76 | 11,64 |

Fonte: *elaborazione propria su dati aziendali*

Il dato risulta pari a 6,76 euro per posto/ora di volo per la flotta a lungo raggio, un dato che appare contenuto e sembra giustificare un’offerta a lungo raggio anche utilizzando aerei in leasing. Il problema risiede nel dato relativo alla flotta regionale e in quella di breve-medio periodo: essi sono rispettivamente il doppio e il triplo rispetto a quelli dei voli intercontinentali.

Per cercare di comprendere se si tratti di un valore accettabile per il mercato, gli autori confrontarono i numeri con quelli di Vueling, operatore low cost molto presente all’interno del mercato italiano. Similmente, viene fatta la stessa cosa in questo elaborato per l’anno 2019:

Tabella 5.7: confronto Alitalia - Vueling sui costi flotta a breve-medio raggio in leasing

| | <i>Unità di misura</i> | <i>Alitalia</i> | <i>Vueling</i> |
|-------------------------------------|------------------------|-----------------|----------------|
| Costo annuo leasing per aereo | (mil. euro) | 3,43 | 2,40 |
| Posti medi per velivolo | (numero) | 171 | 186 |
| Costo medio annuo per posto | (migl. euro) | 49,85 | 12,87 |
| Ore medie annue volate | (migliaia) | 2,70 | 3,40 |
| Costo medio per posto e ore di volo | (euro) | 18,46 | 3,79 |

Fonte: *elaborazione propria su dati aziendali*

Vueling spende solamente 2,4 milioni annui per ogni aereo in leasing contro i 3,6 milioni di Alitalia; inoltre, il suo aereo è mediamente più capiente e vola un numero maggiore di ore all’anno. Il risultato finale è che il costo medio di un posto offerto per un’ora di volo è pari a solamente 3,8 euro, quasi un sesto in meno rispetto ai 18,46 di Alitalia. Su Ryanair, il costo equivalente calcolato sulla flotta di proprietà è addirittura inferiore ai 2 euro. È dalla percentuale di aerei noleggiati, dalle spese eccessive sostenute e dai costi medi derivanti dal

leasing che si ricava la gravità della situazione di Alitalia in merito ai costi operativi e, più in generale, si devono ricercare le cause della crisi (o alcune di esse) del vettore italiano.

Infatti, si è osservato un netto divario nei costi della flotta per posto offerto tra vettori che hanno flotte principalmente in leasing, quali Alitalia e Vueling, e vettori che hanno flotte principalmente di proprietà quali Ryanair e EasyJet, con la seconda modalità nettamente in grado di favorire il contenimento dei costi.

Purtroppo, il maggior costo della flotta di Alitalia non è mai stato conseguenza di un uso più efficiente della stessa. Definendo come efficienza il numero di ore medie volate giornalmente, Arrigo et al. hanno confrontato fra loro gli Airbus delle principali compagnie europee in relazione alle ore volate e ai km percorsi nella tratta coperta. In questa tipologia Alitalia (AZ), penalizzata dalla predominanza di voli domestici su quelli europei, è assieme a Iberia (IB) sempre al di sotto della retta interpolante. Sono vicine alla linea Air France (AF) e British (BA) e molto al di sopra Lufthansa (LH) e le sue controllate Austrian (OS) e Swiss (LX), ma principalmente EasyJet che ha tra tutte l'utilizzo più intenso.

Pertanto, non solo la flotta di Alitalia appare più costosa, come evidenziato in precedenza, ma almeno sul breve-medio raggio risulta più costosa per posto offerto anche perché non adeguatamente utilizzata rispetto ai vettori concorrenti.

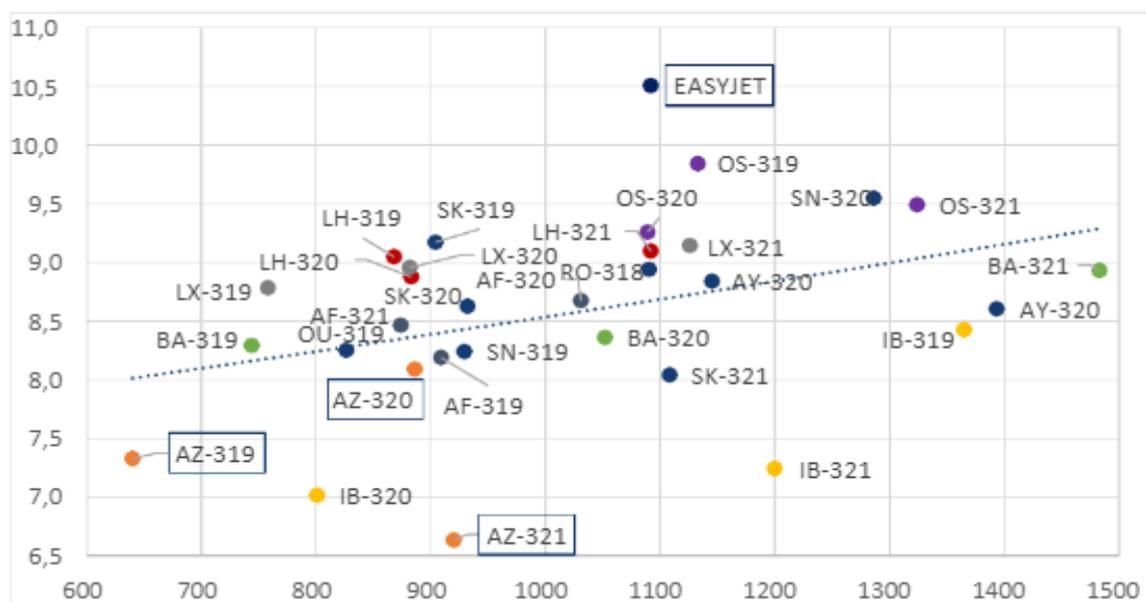


Figura 5.29: Utilizzo degli aerei a breve-medio raggio (Ore medie giornaliere volate in relazione alla lunghezza media in km del volo) - Fonte: Arrigo et al. (2016)

In conclusione, il vero problema di Alitalia risiede nella flotta, che lo rende un vettore altamente non competitivo rispetto alle LCC e anche se confrontato con mercati molto simili, come può essere quello spagnolo.

Le dinamiche concorrenziali e le strategie sbagliate

Con la liberalizzazione ed europea e lo sviluppo delle compagnie low cost, i vettori tradizionali hanno dovuto adattarsi alle nuove forme di concorrenza modificando il loro modello di business. Due tendenze principali si sono verificate: da un lato il progressivo disimpegno dei vettori di bandiera dal breve raggio e la crescita simmetrica dell'offerta sui collegamenti intercontinentali, ancora sottratti al modello low cost; sul fronte invece del breve raggio il progressivo contenimento dei costi di produzione al fine di risultare competitivi rispetto ai nuovi vettori di fronte alla generale riduzione dei prezzi da essi provocata. In diversi casi lo hanno fatto creando nuove compagnie low cost come loro diretta emanazione, in altri casi le hanno acquisite³⁵⁵.

Il grande problema di Alitalia sta nel fatto che questa non ha mai adottato nel corso degli anni nessuna delle due strategie, in un immobilismo ingiustificabile che ha avuto come diretta conseguenza la crisi strategica di cui soffre ancora oggi. Solo a partire dal 2015, dopo l'ingresso di Etihad, Alitalia ha avviato un progressivo incremento dell'offerta a lungo raggio, con l'entrata in servizio di nuovi aerei. Tale scelta è stata tuttavia tardiva e non in grado di produrre rapidamente effetti in grado di compensare il calo dei proventi medi sul breve e medio raggio generato dall'accelerazione della pressione concorrenziale dei vettori low cost. Almeno da un paio d'anni sul mercato domestico ed europeo Alitalia è a tutti gli effetti un vettore *low fare* pur non essendo, sul versante opposto del conto economico, anche un vettore low cost.

La vera motivazione della crisi del vettore italiano è da ricercarsi nella liberalizzazione europea del trasporto aereo – che in un paese come il nostro, caratterizzato da un vettore tradizionale debole, mal gestito e impossibilitato a crescere, ha permesso un livello di concorrenza che non trova riscontro in nessun altro paese di grandi dimensioni. Il grande paradosso è che nello stesso periodo in cui Alitalia perdeva costantemente quote di mercato, il traffico passeggeri nei paesi infra-Ue ha subito un boom. Fra i principali, il mercato italiano dal 2002 al 2019 è triplicato, mentre negli altri maggiori paesi continentali è poco più che raddoppiato.

La crisi di Alitalia si è pertanto innestata in un momento di crescita del traffico passeggeri nel nostro paese, il quale, a sua volta, è cresciuto per tre motivazioni principali³⁵⁶:

³⁵⁵ Arrigo et al. (2016), *op. cit.*, p. 12

³⁵⁶ Ugo Arrigo, «La crisi di Alitalia? Un successo del mercato», *lavoce.info*, 27 aprile 2021.

- La debolezza del vettore di bandiera, impossibilitato a crescere dapprima per vincoli europei, stabiliti in cambio del via libera a ricapitalizzazioni di stato, e in seguito per la scarsa propensione all'investimento dei gestori privati che si sono succeduti;
- La frammentazione dei gestori aeroportuali, che ha creato terreno fertile per l'erogazione, in concorrenza tra loro, di incentivi a pochi vettori low cost affinché vi si installassero e crescessero;
- La penetrazione più consistente e rapida dei vettori low cost, favorita dalle due condizioni precedenti.

Osservando la figura che segue, si deduce come la crescita sia stata realizzata quasi integralmente dai vettori low cost. Al momento della liberalizzazione non erano presenti in Italia, mentre nel 2019 hanno trasportato 88 dei 160 milioni di passeggeri totali, con una quota di mercato del 55 per cento. Alitalia è invece rimasta ferma. Trasportava 21 milioni di passeggeri a metà anni Novanta, quando il mercato non raggiungeva i 45 milioni, e ne ha trasportati 22 milioni nel 2019, quando il mercato ha raggiunto i 160 milioni.

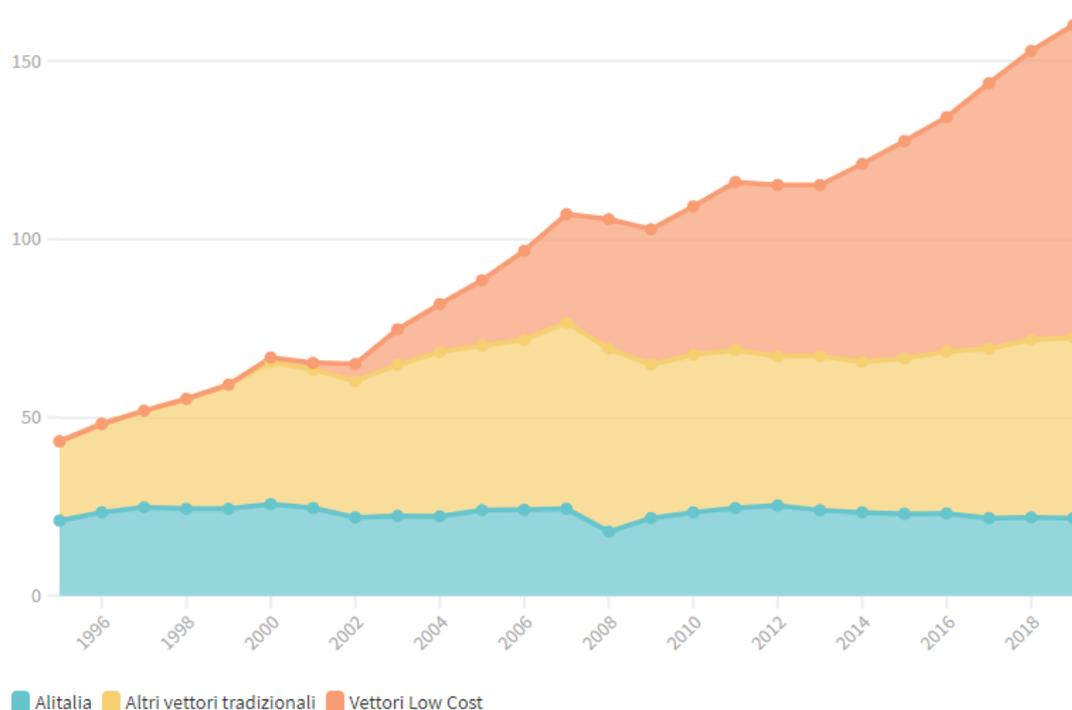


Figura 5.30: Il mercato italiano per tipologie di vettori (Milioni di passeggeri) - Fonte: *Arrigo (2021)*

In un mercato italiano del trasporto aereo quasi quadruplicato in un quarto di secolo, la quota di un'Alitalia stazionaria si è inevitabilmente ridotta di quasi tre quarti, passando da poco meno del 50 al 13,6 per cento dell'anno pre-pandemia. Per tenere il passo del mercato, la compagnia avrebbe invece dovuto moltiplicare per quattro la sua capacità e per tre la sua

flotta, considerando che gli aerei di oggi sono più grandi di quelli di allora. Nel 2019 avrebbe dovuto pertanto volare con circa 450 aerei rispetto ai 115 circa utilizzati. Non essendo riuscita a crescere, ha perso progressivamente il suo potere di mercato a favore dei vettori low cost e dei suoi fornitori (di aeromobili e di servizi) e negli ultimi anni si è ritrovata con gli *yields*, i proventi unitari, abbattuti dalla concorrenza e con i costi decisi in gran parte dai suoi fornitori. Tale debolezza è però andata a vantaggio dei passeggeri, i quali hanno potuto viaggiare pagando prezzi più bassi e risparmiando cifre consistenti rispetto a mercati contigui dove l'operatore storico ha ancora un ruolo dominante.

Per cercare di capire come due vettori di bandiera ottengano risultati completamente differenti in mercati diversi fra loro, si possono confrontare gli *yields* di Alitalia con quelli di Lufthansa. Tale raffronto, che si basa sugli introiti per passeggero chilometro, è utile per capire quanto il potere nel proprio mercato domestico sia ancora un fattore chiave di vantaggio competitivo in questo settore.

Nel 2019, ultimo anno per cui si può effettuare la stima, Alitalia ha avuto proventi per passeggero chilometro pari a 7,4 centesimi, mentre il gruppo Lufthansa ha avuto per il raggruppamento dei vettori network controllati proventi pari a 9 centesimi. La differenza di 1,6 centesimi moltiplicata per la lunghezza del volo medio del passeggero Alitalia dà luogo a un risparmio rispetto ai prezzi medi del gruppo Lufthansa di 25,6 euro per passeggero che, moltiplicati per i 21,5 milioni di trasportati, porta a un risparmio complessivo, e a corrispondenti minori ricavi per Alitalia, di 550 milioni.

Se Alitalia avesse potuto praticare gli stessi prezzi consentiti a Lufthansa dalle differenti condizioni competitive del mercato tedesco, nel 2018 avrebbe ottenuto dai suoi passeggeri 550 milioni di ricavi in più, che le avrebbero permesso un EBIT positivo per 210 milioni anziché uno negativo per 340 e un risultato finale di bilancio anch'esso di segno positivo. Per contro, nello stesso anno se Lufthansa avesse dovuto volare coi prezzi di Alitalia avrebbe conseguito minori ricavi per 3,9 miliardi, che avrebbero portato il suo EBIT a -1,4 miliardi rispetto a +2,5 miliardi effettivi.

La grande differenza fra i due paesi è l'impatto delle low cost ma, soprattutto, il fatto che, nel caso italiano, i vettori low cost sono tutti concorrenti della compagnia di bandiera, mentre negli altri paesi sono in parte controllati da questa³⁵⁷.

In Germania Lufthansa è il vettore di bandiera che meglio è riuscito a difendere la sua posizione negli hub nazionali. L'evoluzione del traffico passeggeri nel mercato tedesco e

³⁵⁷ Accade per Eurowings in Germania, Vueling in Spagna e Transavia per Olanda e Francia

quella del vettore – incluse le società regionali controllate, come Air Dolomiti, e delle controllate low cost Germanwings ed Eurowings negli anni in cui la partecipazione è stata maggioritaria – è descritta nella figura 5.27. Si tratta del medesimo contributo grafico applicato però al caso tedesco:

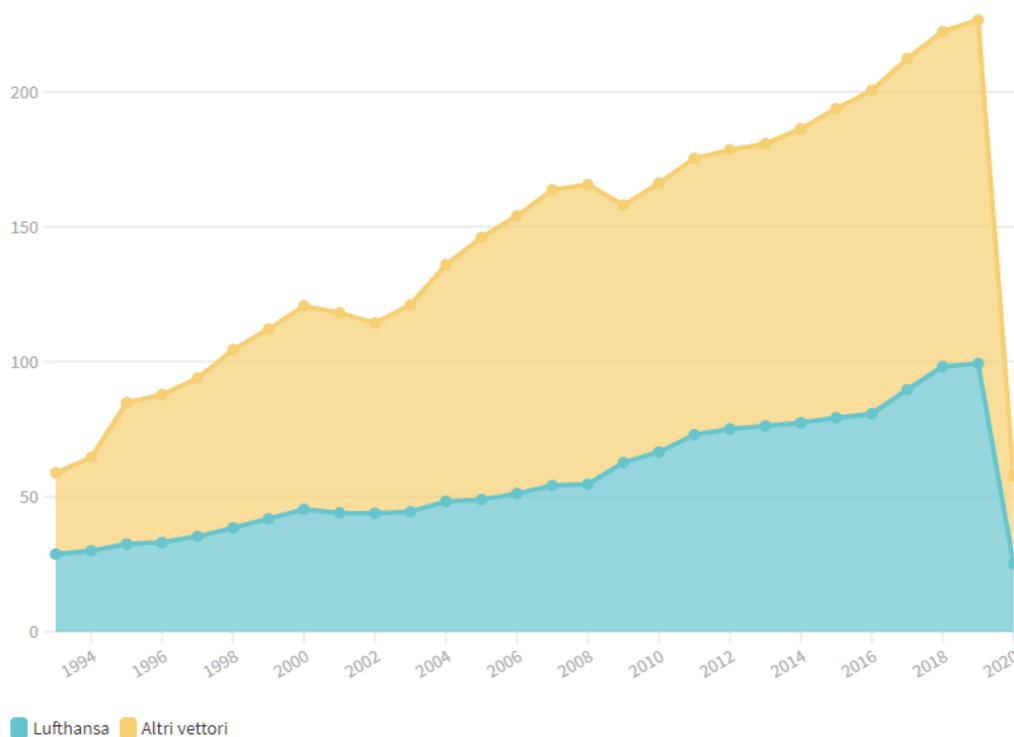


Figura 5.31: Il mercato aereo tedesco (milioni di passeggeri) - Fonte: *Arrigo (2021)*

A differenza di quanto è avvenuto per Alitalia, dopo la liberalizzazione Lufthansa è riuscita dapprima a limitare la riduzione della quota di mercato e in seguito a recuperarla quasi integralmente. La crescita della compagnia in parallelo a quella del mercato è avvenuta non solo attraverso un incremento interno della capacità offerta, ma soprattutto attraverso processi di acquisizione che hanno permesso nel tempo dei gradini di recupero, visibili nel grafico 2. Nel 2008 acquisisce dalla partecipata Eurowings il vettore low cost Germanwings e nel 2011 il controllo della stessa Eurowings. Nel 2017 subentra a gran parte delle attività della compagnia Air Berlin a seguito del suo fallimento.

Il processo di difesa del gruppo tedesco è quindi passato da una serie di acquisizione delle compagnie che hanno cercato di entrare nel segmento geografico appena menzionato, senza però avere successo.

Accanto alle acquisizioni interne al mercato tedesco, vi è stato anche l'acquisto dei vettori di bandiera di tre paesi limitrofi: si è completato nel 2007 quello della compagnia Swiss, nel 2009 di Austrian Airlines e nel 2017 di Brussels Airlines.

Tali operazioni di M&A hanno pertanto condotto Lufthansa a detenere circa la metà dei voli del segmento low cost e a possedere circa il 48% del mercato domestico nel 2020.

Quote di mercato in Germania nel 2020

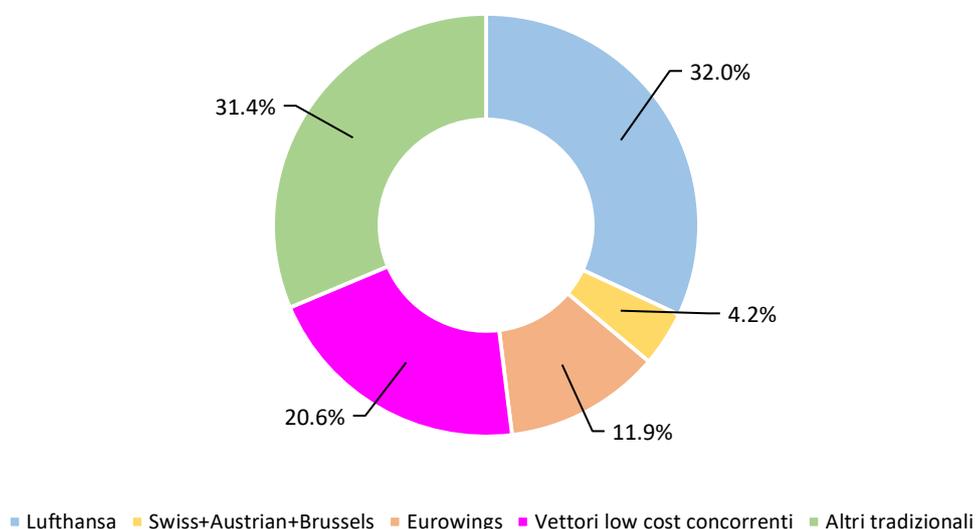


Figura 5.32: Il mercato aereo tedesco nel 2020 (quote % calcolate sui passeggeri) - Fonte: *Arrigo (2021)*

Confrontando il mercato tedesco con quello italiano, le differenze che emergono sono enormi. Prima che la pandemia mettesse a terra il trasporto aereo, Alitalia non arrivava al 14 per cento del mercato italiano, mentre il gruppo Lufthansa controllava quasi la metà di quello tedesco. Nel 2019 la differenza tra le due quote di mercato, pari a 34 punti percentuali, era interamente coperta in Italia dalla maggiore presenza dei vettori low cost, giunti al 55 per cento del nostro mercato contro il 21 per cento di quello tedesco. La presenza di vettori concorrenti di tipo tradizionale, principalmente esteri nel caso tedesco e quasi esclusivamente esteri in quello italiano, era invece identica e di poco superiore al 30 per cento.

Dalle differenti quote nei propri mercati nazionali e dalla differente protezione dalla concorrenza nei propri hub di riferimento è evidente come possa discendere un differente potere di mercato i cui effetti dovrebbero manifestarsi nei prezzi medi applicati alla clientela e nei proventi unitari da essi derivanti.

Mentre i costi industriali unitari dell'offerta di posti erano sostanzialmente identici per Alitalia e per l'insieme dei vettori network del gruppo Lufthansa, la differenza che porta a un margine negativo per la prima e positivo per la seconda è evidente sul fronte dei ricavi. Ben 15 euro è infatti la distanza tra i proventi unitari di Lufthansa e quelli di Alitalia. Nel primo caso superano i costi di 9 euro, mentre nel secondo restano al di sotto per 7 euro.

Costi e ricavi Alitalia e Lufthansa

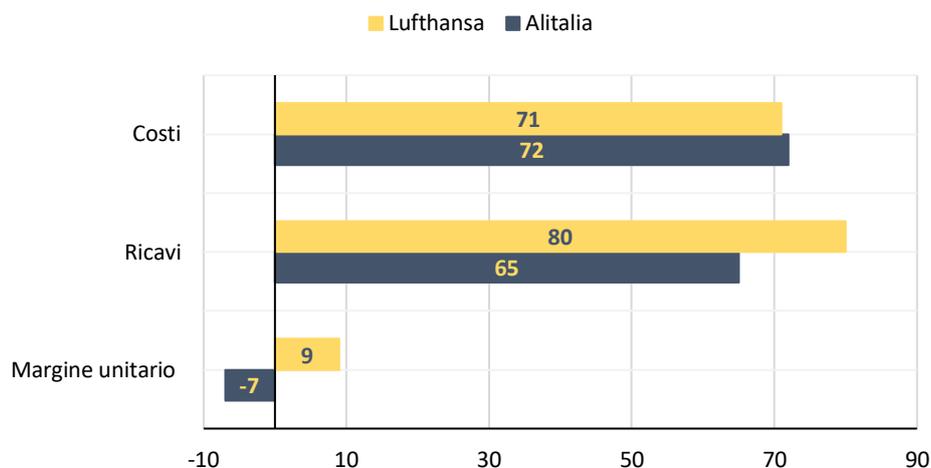


Figura 5.33: Costi e ricavi unitari di Alitalia e Lufthansa (euro per posto offerto per mille km di volo nel 2018³⁵⁸) - Fonte: *Arrigo (2021)*

Viene difficile pensare che Lufthansa sarebbe riuscita a mantenere un identico margine con una concorrenza più accesa nel proprio mercato nazionale e nei propri hub di riferimento.

L'analisi appena condotta ha evidenziato due punti principali:

1. Il successo di un vettore in un mercato altamente liberalizzato non è necessariamente segnale del suo merito, inteso come capacità di gareggiare coi concorrenti, ma può essere frutto della sua capacità di conservare potere di mercato mantenendo gli aspiranti concorrenti fuori dal terreno di gara;
2. Alitalia, coi suoi costi in linea con Lufthansa, potrebbe avere discrete chance di successo se fosse un vettore tedesco e operasse su quel mercato. Operando invece sui cieli italiani i suoi costi sono fuori mercato, dati i bassi proventi unitari, e deve affrontare un concorrente in particolare, Ryanair, che è in grado di trasportare più del doppio dei suoi passeggeri a meno della metà del suo costo unitario.

In sintesi, l'errore strategico che Alitalia ha compiuto è chiaro ed è stato ricordato più volte all'interno del presente elaborato. Il vettore italiano è stato per lungo tempo indeciso sul da farsi senza una prospettiva chiara se volesse competere sul corto o sul lungo raggio. Quando ha abbandonato la seconda ipotesi, si è però trovata ad affrontare la concorrenza spietata delle low cost contro le quali non può in alcun modo competere sotto diversi punti di vista, in particolare i costi.

³⁵⁸ I dati si riferiscono al 2018 in quanto non reperibili i valori industriali di Alitalia sia nel 2019 che nel 2020.

5.3.4 Conclusione: le possibili soluzioni implementabili e la nascita di ITA

Risulta evidente che parlare di eventuali soluzioni per i problemi di Alitalia non abbia più senso oggi, dato che l'impresa concluderà la propria esperienza aziendale il 15 ottobre, data prefissata per il lancio della nuova ITA. Gli errori commessi sotto diversi punti di vista, sia quelli strategici che prettamente economico-finanziaria, hanno fatalmente segnato il destino della compagnia di bandiera italiana.

Volendo tuttavia andare a ritroso, l'ultimo paragrafo dell'elaborato intende illustrare quali potevano essere le possibili aree di intervento per salvare l'azienda, pur sapendo che trovare un accomodamento valido è molto difficile, oltre che pretestuoso.

Le soluzioni per risolvere la crisi di Alitalia possono essere ricondotte a tre punti principali: la cessione, la chiusura e la ristrutturazione.

Nel primo caso, pur essendo il vettore italiano difficilmente vendibile (le ingenti perdite che subiva da anni avrebbero bruciato notevoli risorse di cassa del potenziale acquirente), sono state recapitate numerose offerte ai vertici aziendali puntualmente rispedito al mittente. Si è già analizzato come l'eccessiva focalizzazione nel breve-medio raggio sia stato un errore strategico gravissimo, dato che Alitalia non poteva competere con le LCC ampiamente inserite nel settore geografico italiano. Il più interessato potenziale acquirente low cost, Ryanair, avrebbe potuto comprare Alitalia solo se effettivamente interessato al trasporto passeggeri internazionali, dato che il metodo migliore per rendere questa strategia profittevole è l'acquisto di un vettore di bandiera di un paese dimensionalmente grande. La cessione al gruppo irlandese (su cui, tuttavia, rimangono ad oggi numerosi dubbi circa l'effettivo interesse³⁵⁹) avrebbe salvaguardato – sebbene solo in parte – la forza lavoro oltre ad un notevole risparmio di soldi pubblici, mestamente finiti a sostegno di un'azienda morente. Sulla stessa scia si può valutare anche la mancata vendita ad AF-KLM a meta anni Duemila: il gruppo franco-olandese, pur premettendo che ci sarebbe stato un forte taglio del personale, era disposto ad effettuare un aumento di capitale pari a 150 milioni. In questo caso il vettore italiano sarebbe stato il vettore low cost di un grande *player* internazionale: un forte ridimensionamento strategico che, tuttavia, anche in questo caso avrebbe salvaguardato posti di lavoro in un'ottica di lungo periodo.

L'errore fondamentale riguardo la mancata vendita è stato valutare Alitalia come un'impresa che potesse riprendere quote di mercato in uno scenario aziendale. Da tempo, ormai, era palese il suo scalcinato stato di salute, ma per diversi motivi non è stata mai ceduta ad

³⁵⁹ Arrigo et al., *op. cit.*, p. 65

operatori interessati. Un ridimensionamento del proprio *business core*, per quanto possa essere visto come sinonimo di incapacità di gestione, sarebbe stata l'unica soluzione effettivamente sensata e che avrebbe mantenuto in vita Alitalia ancora oggi.

L'altro grave errore strategico è stato il mancato spostamento dell'hub principale da Fiumicino a Malpensa. Se l'aeroscalo romano è un ottimo hub italiano, in quanto posto al centro delle rotte nazionali, non lo è altrettanto come hub europeo, inteso come aeroporto in grado di attrarre flussi di alimentazione da altri aeroporti europei. Da questo punto di vista l'hub ideale è invece Malpensa. Infatti, Fiumicino è un ottimo hub italiano ma un pessimo hub del sud Europa; Malpensa è invece un pessimo hub italiano ma un potenziale ottimo hub del sud Europa. Se un nuovo agguerrito vettore intercontinentale volesse far concorrenza efficace ai grandi hub europei di Francoforte, Amsterdam e Parigi, e sottrarre passeggeri intercontinentali ai vettori di bandiera che sono dominanti in questi aeroporti avrebbe vantaggio a farlo da Milano Malpensa, che è molto più vicina agli hub concorrenti anziché da Fiumicino.

Il progressivo sminuire dell'aeroporto lombardo è stato quindi un errore determinate, in quanto la sua strategicità è palese in un'ottica di lungo raggio; in particolare, sarebbe stato un ottimo punto di decollo per gli aerei diretti verso i mercati emergenti (Sudamerica, ma anche paesi balcanici ed estremo Oriente). Lo spostamento da Roma a Milano, in questo senso, avrebbe potenzialmente rimesso la compagnia di bandiera italiana in pista, anche se verosimilmente per breve tempo.

Se nelle righe precedenti è stato evidenziato come gli aiuti ricevuti dallo Stato siano stati insufficienti (non per quantità, ma perché indirizzati semplicemente a tenere in vita la compagnia piuttosto e non inseriti in un piano di risanamento vero e proprio), va altresì sottolineato come la gestione pubblica diretta sia stata per qualche anno la soluzione migliore a disposizione.

Infatti, solo un intervento pubblico ad ampio spettro può cercare di realizzare le condizioni esterne, di ambiente economico e sistema regolatorio, in grado di rendere in futuro sostenibile un vettore nazionale "network" che garantisca adeguati collegamenti diretti a lungo raggio da e per il nostro Paese. Nell'attesa che si realizzino tali condizioni non è inoltre plausibile che azionisti privati siano disponibili a perdere i loro soldi in Alitalia, salvo che tale ruolo possa loro garantire il perseguimento di finalità completamente eterogenee al vettore e al trasporto aereo. D'altra parte, la soluzione alternativa della chiusura, ancorché auspicata da molti, ha rilevanti controindicazioni, già analizzate in dettaglio in precedenti occasioni:

- Un vettore network che garantisca un livello adeguato di collegamenti diretti a lungo raggio da e per l'Italia è indispensabile per la competitività del Paese;
- Esso è inoltre indispensabile per il ruolo dell'Italia come destinazione turistica mondiale. I flussi turistici di lungo raggio, quelli che apportano la maggior spesa pro capite, sono esclusivamente aerei e l'assenza di adeguati collegamenti diretti di lungo raggio è uno dei fattori all'origine del fatto che la spesa annua dei turisti stranieri che pervengono in Italia per via aerea resti tuttora inferiore di due terzi alla spesa dei loro omologhi che si recano in Spagna;
- Chiudere Alitalia costa molto di più che salvarla. Nell'ultimo decennio, in cui Alitalia è stata detenuta da capitali privati, il settore pubblico ha incassato più di 2,5 miliardi di euro di contributi sociali e imposte e ha erogato 900 milioni di prestito ponte. Invece nel 2008 ridimensionare Alitalia ed espellere oltre seimila dipendenti, rinunciando ai relativi contributi e imposte, è costato alla casse pubbliche oltre 4 miliardi³⁶⁰.

Il percorso ottimale che avrebbero dovuto compiere i commissari doveva iniziare dalla chiusura del prestito ponte di 900 milioni, oggetto della procedura d'infrazione della Commissione europea, imponendone la restituzione alla gestione commissariale di Alitalia. Da qui, in assenza di disponibilità liquide sufficienti, il prestito ponte doveva essere restituito in natura al Ministero creditore tramite trasferimento della proprietà dei compendi aziendali in piena operatività di Alitalia (neutralizzando quindi la procedura europea di violazione³⁶¹). A seguire, si sarebbe dovuta avviare una gestione pubblica diretta con erogazione, se necessario, di un prestito di salvataggio limitato conforme alle regole europee chiedendone l'autorizzazione alla UE. Dopo l'elaborazione di un piano di risanamento (tempo stimato intorno ai 3-6 mesi) sottoposto al succitato ente, si sarebbe dovuto provvedere a trasformare il prestito di ristrutturazione in equity, eventualmente integrandolo nell'importo.

In questo modo, si sarebbe realizzata una gestione a guida pubblica per 18-24 mesi, usando tale finestra temporale per un riordino completo delle regole e dell'assetto del sistema italiano del trasporto aereo. Infine, terminato il periodo annuale, si sarebbe dovuta riprendere la ricerca di investitori privati.

³⁶⁰ Area studi Mediobanca, «Stima dei costi diretti, pubblici e collettivi, originati dalla gestione Alitalia (1974-2014)», Statistico (Mediobanca, 2015).

³⁶¹ Dato che sarebbe venuto meno l'oggetto della violazione, cancellando gli effetti di ogni possibile decisione negativa.

Per quanto attiene la ristrutturazione, tale soluzione è stata accuratamente vagliata nel corso degli anni, senza che però si giungesse mai ad un risultato finale positivo. Un mix composto da management senza mezzi termini incapace nonché privo di visione nel lungo periodo ha fatto in modo che tale processo di *restructuring* non venisse mai iniziato. Questo è paradossale, soprattutto considerato che i problemi contabili e reddituali dell'azienda erano ben evidenti.

Tralasciando il falso mito secondo cui il problema aziendale fosse la retribuzione dei dipendenti (il §5.3. ha ampiamente dimostrato il contrario), sicuramente le politiche di manutenzione, noleggio degli aeromobili nonché di approvvigionamento del carburante hanno rappresentato il vero cruccio della compagnia. La risoluzione delle problematiche sarebbe dovuta partire dalla completa ristrutturazione dei programmi di manutenzione, dato che la compagnia nel 2019 ha speso circa 400 milioni per una flotta dai numeri irrisori se comparata agli altri *competitors* del mercato. Riportare in house la manutenzione primaria dei propri aeromobili, e pensare, ad esempio, al ripristino di Alitalia Maintenance System, l'officina motori di Alitalia oggi fallita, permetterebbe di risparmiare circa 120 milioni di euro annui rispetto ai costi di manutenzione iscritti a bilancio. Agendo in questa maniera, migliaia di lavoratori oggi in cassa integrazione potrebbero essere reimpiegati così come i costosissimi hangar di Fiumicino mai utilizzati.

Altra soluzione adottabile riguarda l'ottimizzazione della flotta e la rinegoziazione dei contratti di leasing. Ad Alitalia sarebbe occorso ottimizzare la flotta condividendo con le società di leasing un piano industriale "serio e realistico" e rinegoziare le condizioni dei contratti di leasing attualmente in essere. In questo modo l'ex compagnia di bandiera avrebbe risparmiato circa 150 milioni di euro annui nell'ultimo decennio. Inoltre, una flotta più grande avrebbe implementato le attività del polo manutentivo, generando ulteriore incremento occupazionale e ottimizzazione dei processi interni.

Anche una diversa gestione del carburante era un'opportunità su cui il management si è rivelato piuttosto miope. Ridiscutendo l'accordo con i fornitori, Alitalia avrebbe risparmiato notevoli quantità di danaro nell'acquisto del carburante, mentre invece il gruppo ha sempre pagato il carburante con un contratto di *hedging* contro le oscillazioni del prezzo del petrolio che ha mantenuto elevato il costo del carburante anche in caso di ribassi. Inoltre, usando modelli avanzati di *fuel payload*³⁶², si sarebbe riuscito a razionalizzare il carico di carburante e il quantitativo di imbarco, che incide notevolmente sui consumi: ottimizzare i pesi e il

³⁶² Si intende la capacità di carico di carburante di un vettore aereo.

bilanciamento dell'aeromobile incide positivamente sulla performance del volo anche in termine di usura di alcuni componenti come i carrelli, i freni e gli pneumatici, che subiscono meno sollecitazioni comportando meno rischi di avarie per usura.

Come è stato detto più volte in questo capitolo, le compagnie aeree fanno parte di grandi alleanze strategiche internazionali. Alitalia, dentro al gruppo *Skyteam*, avrebbe dovuto pensare a una rinegoziazione degli accordi e sollecitare gli alleati AirFrance e Delta al fine di costruire una strategia di cooperazione più equilibrata. Dal momento che circa il 70% del mercato internazionale era coperto da vettori LCC nel 2019, il meccanismo in cui era inserita ha generato una distorsione del pricing al ribasso da parte di Alitalia, che cercava di inseguire tariffe di compagnie come Ryanair. La strategia corretta, in tal senso, era far leva su fattori che sono attrattivi per il cliente, come l'italianità, una maggiore cura degli standard di sicurezza, un maggior confort in volo e in aeroporto, una maggior professionalità di tecnici, piloti e assistenti di volo. La guerra dei prezzi con vettori low cost era (e si è dimostrata tale) una sconfitta già preannunciata in partenza.

Alitalia, nel momento di stesura di questo tempo, ha cessato la propria attività. I cinque anni di amministrazione straordinaria (finalizzati più alla vendita che non ad un'effettiva ristrutturazione) non hanno portato i risultati sperati.

Si è tuttavia deciso di dare vita ad una nuova compagnia pubblica, ITA (Italia Trasporto Aereo) che decollerà il 15 ottobre. L'estate 2021 è stata molto concitata a tal proposito, sia in merito a quale futuro andrà incontro la NewCo, sia per quanto riguarda gli esuberanti e le assunzioni previste. Il piano industriale presentato alla UE prevede un dimezzamento della flotta a 52 aerei (45 per i voli brevi e medi, 7 per quelli intercontinentali) e salirà a 78 nel 2022 e a 105 nel 2025³⁶³.

Per quanto riguarda gli slot ITA cederà il 15% di quelli oggi posseduti da Alitalia a Linate e il 57% di quelli usati a Fiumicino dove prevede di crescere nei cinque anni successivi. Sul personale gli assunti saranno tra 2.750 e 2.950 (per la parte *aviation*) che raddoppieranno nel 2025 a 5.550-5.700 e potenzialmente aumenteranno nel caso in cui ITA si aggiudicasse le gare bandite da Alitalia relative alle attività di *handling* e manutenzione³⁶⁴.

La rete di collegamenti conterà 45 destinazioni e 61 rotte che diventeranno rispettivamente 74 e 89 nel 2025. Infine, sul lato economico ITA spiega che il piano industriale è stato approvato prevedendo un fatturato che nel 2025 raggiungerà 3.329 milioni di euro, con un

³⁶³ Di cui 81 di nuova generazione a basse emissioni.

³⁶⁴ Leonardo Berberi, «Alitalia smette di volare il 14 ottobre. Ok di Bruxelles a Italia Trasporto Aereo», *Corriere della Sera*, 15 luglio 2021, par. L'Economia.

risultato economico (Ebit) di 209 milioni di euro e un pareggio operativo da realizzarsi entro il 3° trimestre del 2023.

Il progetto lanciato dalla NewCo è sicuramente ambizioso e l'iniezione di liquidità da parte del governo italiano (700 milioni di euro per il 2021, 400 milioni per il 2022 e 250 milioni per il 2023) appare come un chiaro segnale di volontà di possedere una compagnia di bandiera nonostante la superiorità manifesta dei vettori low cost nel nostro mercato.

ITA, tuttavia, non nasce sotto buoni auspici e il timore di un' "Alitalia 2.0" è estremamente fondato: sono troppi i presagi che fanno pensare che questa compagnia non decollerà mai e le vicende avvenute quest'estate ne sono un chiaro indice.

Ad esempio, ITA ha annunciato l'inizio dei voli intercontinentale dal 15 ottobre prossimo, ma questi voli devono essere operati con aeromobili in possesso del Type Approval Etops (*Extended Range Twin-engine Operational Standards*), abilitati a volare fino a 180 minuti di volo dal più vicino aeroporto, cioè ad attraversare gli oceani. Anche se ITA acquista da Alitalia aerei di lungo raggio abilitati Etops, non potrà impiegarli finché non avrà messo in piedi la relativa organizzazione. E questo richiede molto tempo.

Persistono forti dubbi anche per quanto riguarda le previsioni circa le marginalità e i risultati economico-finanziari che verranno conseguiti. All'avvio delle attività, ITA opererà con 52 aerei a crescere fino a 105 tra quattro anni, di cui 81 completamente nuovi. L'acquisto di tale quantità di aerei significa un investimento di oltre 9 miliardi di dollari o la stipulazione di onerosissimi contratti di leasing, formula che, come si è visto, è risultata deleteria per le casse di Alitalia.

Inoltre, Nel 2025 la dimensione di ITA sarà quindi quella di una piccola compagnia che di certo non può competere con AF-KLM (573 aerei di cui 173 di lungo raggio), Lufthansa (218 aerei di cui 80 di lungo raggio), British Airways (263 aerei di cui 90 di lungo raggio). Negli ultimi 15 anni, con il progressivo contrarsi di Alitalia, questi tre vettori hanno incrementato i voli verso Londra, Parigi, Francoforte e Monaco di Baviera da molti aeroporti italiani con tariffe agevolate, perché da quegli hub europei partono i redditizi voli intercontinentali. In questo scenario, la nuova azienda appare come una compagnia di modeste dimensioni che farà fatica a competere anche con i vettori low-cost (la sola Ryanair ha 300 aerei) e quindi a sopravvivere a lungo³⁶⁵.

Ad avvallare lo scetticismo nei confronti di questo progetto concorrono numerosi altri fattori. Almeno inizialmente, ITA avrà come tratta principale Roma Fiumicino – Milano Linate che

³⁶⁵ Alfredo Roma, «Alitalia/Ita: un fallimento annunciato», *Affari Internazionali*, 2 settembre 2021.

verrà percorsa 9 volte. Si tratta chiaramente di un costo inutile e frutto di una qual certa cecità strategica, visto che il viaggio è ampiamente coperto dai treni ad alta velocità ed in maniera piuttosto efficiente (sia in termini di servizio che di tempistiche).

Inoltre, va effettivamente capito cosa succederà al mercato aereo fra un anno e come (e soprattutto se) ITA riuscirà a prendere le quote di mercato che erano di Alitalia. A tal proposito, uno studio previsionale effettuato da Arrigo (2021) evidenzia come la dipartita dal mercato di Alitalia non sarà a beneficio della nuova compagnia, bensì degli operatori LCC che operano nella Penisola³⁶⁶.

Ipotizzando per i voli domestici e quelli europei un pieno recupero dei livelli pre-Covid verso la metà del prossimo anno, l'autore ha stimato anche la parte che verrà assorbita da ITA e la parte che verrà necessariamente lasciata libera e appropriata dai vettori concorrenti.

Nel 2019 Alitalia ha trasportato il 37 per cento dei passeggeri totali sui voli domestici, mentre i vettori low cost il 57 per cento. Quasi un 5 per cento ulteriore era coperto da Air Italy, che però ha chiuso le attività all'inizio del 2020 e ha dunque lasciato libero questo spazio. Con l'arrivo di ITA, in base alle sue dimensioni annunciate, è stimabile che la nuova compagnia potrà coprire solo il 17% rispetto al 37% che era già di Alitalia; il restante 20% sarà lasciato libero per i concorrenti, per forza di cose low cost dato che non vi sono vettori tradizionali di dimensioni rilevanti già presenti sul segmento. Se viene sommata a questa quota quella già detenuta da Air Italy si vede che un quarto del mercato domestico risulta non coperto e dunque contendibile. Appropriandosi degli spazi liberi, le compagnie low cost dovrebbero pertanto crescere dal 57 per cento del 2019 a più dell'80 per cento nel 2021. All'interno di questa quota Ryanair, che nel 2019 aveva oltre il 60 per cento della parte low cost, dovrebbe raggiungere il 50 per cento dell'intero segmento. Si può dunque sostenere che sarà Ryanair – e non ITA – a subentrare ad Alitalia sui voli nazionali.

Più complesso e articolato è il segmento dei voli intraeuropei, in primo luogo perché molto più affollato di vettori, sia low cost che di bandiera, interessati i secondi a pescare clientela italiana per i loro hub nazionali e relativi voli di lungo raggio. Su questo segmento, i low cost avevano nel 2019 circa i due terzi del mercato, con Ryanair al 28 per cento, EasyJet al 15 per cento, Vueling al 6 per cento e Wizzair al 5 per cento. Tra i vettori tradizionali, Alitalia non raggiungeva il 7 per cento, mentre i tre grandi gruppi europei (Lufthansa, AF-KLM e Iag) detenevano complessivamente il 19 per cento con le sole loro compagnie tradizionali e il 28 per cento includendo i low cost da essi controllati (Vueling, Eurowings, Transavia). La

³⁶⁶ Ugo Arrigo, «Un magro futuro per la nuova ITA», *lavoce.info*, 30 agosto 2021, par. Infrastrutture e trasporti.

presenza di Alitalia era dunque già allora irrilevante e non sembra subire cambiamenti degni di rilievo col dimezzamento che si prospetta con l'arrivo di ITA.

Resta infine da esaminare il lungo raggio intercontinentale. Nel 2019 vi hanno viaggiato circa 21 milioni di passeggeri, ma il segmento faticherà molto di più degli altri a ritornare ai livelli pre-Covid per via del differente andamento della pandemia nei vari continenti e del prevedibile permanere di restrizioni alla mobilità da e verso l'Unione europea. Anche su di esso, Ita non intende tuttavia svolgere un ruolo di rilievo, dato che partirebbe con soli sette aerei di lungo raggio rispetto ai 26 totali di cui disponevano i commissari prima della pandemia. Con questa flotta potrebbe dunque trasportare solo sei o settecentomila passeggeri all'anno, con una riduzione di oltre i due terzi rispetto alla vecchia Alitalia.

Chiaramente, se i numeri dei segmenti di mercato sono questi, il nuovo vettore sarà irrilevante su ciascuno di essi.

Quote del mercato italiano e infra-europeo
Ipotesi di ripartizione ITA e Alitalia lasciata libera dai concorrenti

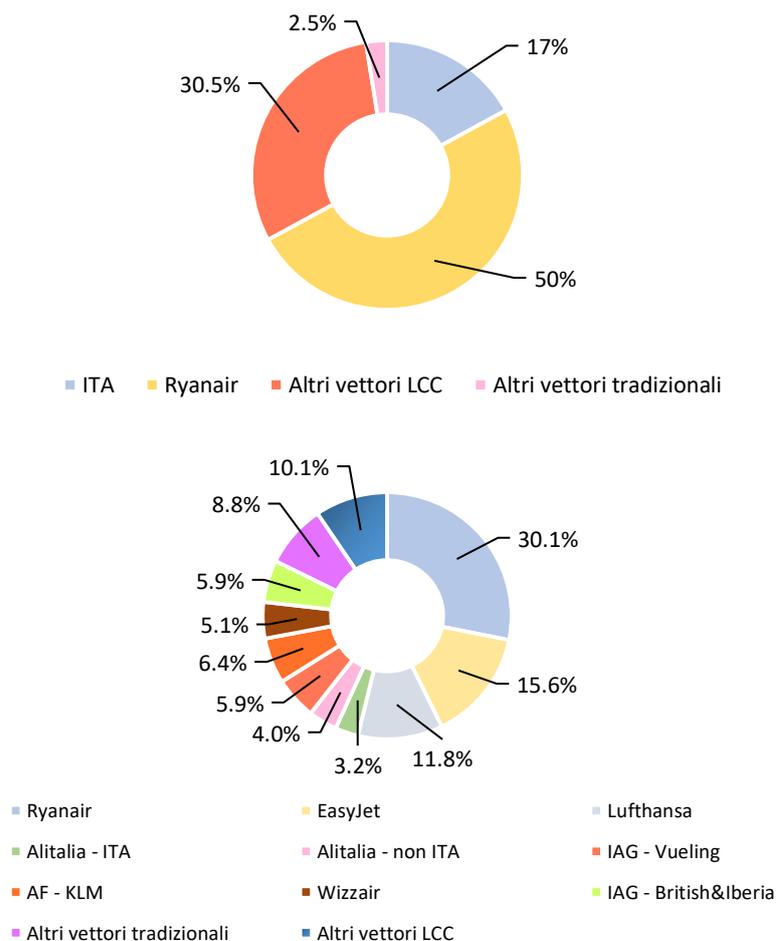


Figure 5.34-35: ipotesi di ripartizione delle quote di mercato domestiche e infra-europee fra ITA e i concorrenti a seguito della cessazione di Alitalia - Fonte: *Arrigo (2021)*

Prima del Covid il più grande vettore low cost sul mercato italiano, Ryanair, trasportava più del doppio dei passeggeri di Alitalia con un costo di produzione unitario (per passeggero chilometro volato) inferiore alla metà rispetto ad Alitalia. ITA partirà con una flotta, e dunque con una capacità offerta, inferiore alla metà rispetto all'Alitalia attuale ma non vi è alcuna possibilità che sia in grado di volare anche con costi unitari significativamente inferiori. Pertanto, l'insufficiente copertura dei costi con i ricavi da traffico è destinata a riproporsi invariata.

Sul fronte delle spese, ITA – essendo di piccola dimensione e di prospettive incerte – è soggetta ad un elevato potere contrattuale da parte dei fornitori: sono loro, infatti, a decidere i costi, in primo luogo il leasing degli aerei che in Alitalia era maggiore di oltre il 50% rispetto al *benchmark*.

Nel mercato europeo liberalizzato, inoltre, i vettori di tipo tradizionale per sopravvivere devono avere dimensioni proporzionali a quelle del loro mercato nazionale. Dal completamento della liberalizzazione a oggi sono sopravvissuti nell'Unione solo vettori tradizionali grandi in mercati grandi e vettori tradizionali piccoli in mercati piccoli. Nessuna compagnia piccola o media ha invece resistito da sola in un mercato grande, come è quello italiano. Alitalia nell'ultimo ventennio ha cercato di sopravvivere come vettore di dimensioni sempre minori in un mercato nazionale in continua crescita e ha ripetutamente fallito.

ITA è il proseguimento di Alitalia sulla stessa identica strada: probabilmente questa nuova soluzione voluta a tutti i costi dal governo sarà un fallimento.

Abstract

Il tema della crisi d'impresa, ripreso dalla letteratura a seguito della crisi finanziaria del 2009, è tornato in tempi recentissimi prepotentemente d'attualità a causa dell'emergenza sanitaria da Coronavirus.

Secondo recenti dati Istat, la pandemia e le restrizioni alla mobilità conseguite hanno avuto strascichi devastanti sulla redditività delle imprese italiane: a fine 2020 oltre due terzi delle imprese registrava cali di fatturato rispetto al 2019 e il 62% prevedeva ricavi in diminuzione anche nei primi sei mesi del 2021; inoltre, il 32% per cento riteneva compromesse le proprie possibilità di sopravvivenza. L'impatto è stato sentito prevalentemente dalle microimprese e soprattutto da alcuni settori ben specifici, come quello della ristorazione, dello svago (es. cinema e palestre) e ovviamente quello turistico in tutti i suoi segmenti: alberghi, attività balneari e aereo, su cui è incentrato il lavoro contenuto nel presente elaborato.

Per quanto riguarda la crisi d'impresa, si tratta di una tematica già ampiamente trattata nel corso della letteratura economica italiana ed europea. L'argomento è sicuramente complesso e presenta diverse sfaccettature sia per quanto riguarda la definizione, sia per le cause che ne stanno alla base e la relative fasi.

La crisi, nel nostro ordinamento, viene definita dal D.lgs. n.14 del 14 febbraio 2019 come *“lo stato di difficoltà economico – finanziaria che rende possibile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle operazioni pianificate”*, definizione che si accompagna alle altre fornite da diversi studiosi della materia.

La crisi d'impresa può essere determinata da diversi fattori. La letteratura internazionale, grazie al lavoro principale di Slatter e Lovett (1999), ne individua 13 riconducibili a due macrocategorie (endogene ed esogene all'azienda), mentre la pietra miliare della corrente di studi italiana è il lavoro svolto da Guatri (1986 e 1995) che ha ricondotto i motivi di declino e crisi aziendale a due approcci: obiettivo e soggettivo. Guatri ha individuato le seguenti cause di declino/crisi:

1. Inefficienza;
2. Sovracapacità/rigidità;
3. Decadimento prodotti/errori di marketing;
4. Errori strategici e incapacità di programmare;
5. Squilibrio finanziario.

Sempre Guatri ha individuato le tappe principali attraverso cui l'impresa, per i motivi di cui sopra, inizia il proprio percorso di declino/crisi attraverso una sequenza di quattro stadi. I primi due rappresentano il declino e sono l'incubazione e la maturazione, che si manifestano attraverso squilibri economici-finanziari e perdite economiche; gli altri invece descrivono uno stato di crisi accertato in cui l'impresa – a causa di carenze di cassa e perdita di fiducia degli *stakeholders*, ha gravi ripercussioni sulla propria situazione finanziaria: se il management non agisce tempestivamente, si arriva ad una situazione d'insolvenza che conduce rapidamente al dissesto.

Individuare tempestivamente i sintomi della crisi e capirne le dinamiche alla base sono due azioni che devono essere effettuate in maniera preventiva sia dal management che dal consulente a cui si affida. Per questo motivo si rende necessaria una conoscenza approfondita del bilancio, requisito che da solo non è tuttavia sufficiente a comprendere le cause del dissesto per l'implementazione degli opportuni correttivi. Fra le attività che il consulente dell'impresa in crisi deve svolgere ricoprono un ruolo di vitale importanza l'analisi storica delle condizioni di economicità dell'impresa, la riclassificazione del bilancio e il calcolo degli indici. Quest'ultimo è un processo che si articola nelle seguenti fasi:

5. Acquisizione dei documenti e delle informazioni per l'analisi storica e il calcolo degli indicatori (bilanci d'esercizio, report periodici e previsioni di settore, ecc.);
6. Riclassificazione dello stato patrimoniale secondo criteri finanziari;
7. Calcolo degli indici;
8. Interpretazione dei valori ottenuti attraverso un confronto temporale o spaziale.

All'interno di questo processo, il professionista incaricato effettua una valutazione della solvibilità aziendale attraverso l'analisi congiunta degli indici di solidità e liquidità, affiancandovi anche quelli di durata.

Per solidità patrimoniale si intende la capacità dell'impresa a perdurare nel tempo grazie al suo adattamento alle mutevoli condizioni interne ed esterne e dipende da due fattori ben precisi: un'equilibrata correlazione fra fonti e impieghi e un consolidato grado di indipendenza nei confronti dei terzi. Un'impresa è considerata tanto più solida quanto più il suo assetto patrimoniale le consente di assorbire gli effetti negativi generati in seguito a temporanee situazioni di disequilibrio.

Gli indici di solidità si possono categorizzare secondo diversi criteri. In via generale, essi sono suddivisibili fra quozienti e margini e devono essere calcolati principalmente quelli di struttura (esprimono la misura in cui viene coperto l'attivo fisso), a cui si affianca in seconda

battuta il calcolo di ulteriori indici (es. rigidità degli impieghi, indipendenza finanziaria, ecc.).

L'analisi di liquidità, invece, consente di valutare la capacità dell'impresa di far fronte in modo tempestivo ed economico alle obbligazioni che devono essere pagate entro i successivi 12 mesi dalla data della situazione patrimoniale riclassificata secondo i criteri finanziari. Viene effettuata comparando fra di loro le attività e le passività a breve e completata dalle informazioni che provengono dalla velocità di rinnovo dei valori del capitale circolante netto generato dai cicli operativi. L'indicatore più noto è sicuramente il quoziente di disponibilità (evidenzia se il flusso monetario in entrata e le disponibilità monetarie possono aiutare l'azienda a far fronte alle passività che scadono nello stesso periodo), oltre ai quozienti e margini di tesoreria e quello di dipendenza dal magazzino. L'analisi dello stato patrimoniale viene poi completata attraverso lo studio degli indici di durata, che consentono di conoscere i tempi medi di giacenza, incasso e pagamento relativi alle operazioni di approvvigionamento, trasformazione e vendita della gestione operativa.

Accanto all'analisi della solvibilità, l'azienda che intende uscire dalla crisi deve sempre mantenere un equilibrio economico tale da giustificare gli investimenti effettuati e capire la propria capacità di generare reddito. L'analisi della redditività prevede una riclassificazione del conto economico secondo diversi criteri, a cui segue lo studio degli indici che ne derivano. Fra questi, i 4 che assumono particolare rilevanza sono:

1. ROI: misura il rendimento del capitale investito nell'area operativa; si ottiene dal rapporto fra il margine operativo netto e il valore degli investimenti di natura operativa;
2. ROS: misura la capacità dell'impresa di praticare prezzi di vendita remunerativi rispetto ai costi sostenuti, mettendo in relazione il reddito operativo e i ricavi di vendita;
3. ROA: esprime la capacità della stessa nel creare valore attraverso gli asset detenuti;
4. ROE: si ottiene dal rapporto fra l'utile (o perdita) netto d'esercizio e il valore dei mezzi propri. Il suo impiego al numeratore consente di quantificare il guadagno effettivo riconosciuto a ciascuna unità di capitale di rischio apportata. L'indice è alla base della leva finanziaria, che consente di avere indicazioni sul rischio associato all'indebitamento finanziario.

Gli indici, in base al valore che assumono, indicano quale area della gestione aziendale non sta performando e dove bisogna effettuare interventi correttivi al fine di rimuovere le

inefficienze. Il management, tuttavia, non deve prendere il dato numerico come assoluto e formulare un giudizio in tal senso: l'indice può assumere valori ottimali diversi come conseguenza di attività di investimento o di cash-outflow, nonché in base al settore di appartenenza, alla stagionalità del business e al periodo macroeconomico. Sarebbe – in questo frangente storico – errato da parte del consulente considerare in condizione di declino irreversibile un'azienda con indici di redditività negativi, dato l'impatto devastante della pandemia Covid-19 sull'economia internazionale. In buona sostanza, l'analisi finanziaria e di redditività deve essere sempre condotta con occhio critico, cercando di usare strumenti come l'analisi di sensibilità per una valutazione prospettica sul medio-lungo periodo.

A proposito di valutazioni e/o congetture sullo stato di salute dell'impresa, il terzo capitolo dell'elaborato verte sui modelli previsionali della crisi. Nello specifico, il §3.1 ha analizzato il lavoro svolto dal CNDCEC in merito alla Legge delega n. 155/2019. Il comitato, a seguito dell'introduzione del "*Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*" all'interno del nostro ordinamento, ha ricevuto il compito dal Legislatore di formulare degli indici di allerta contabili che risuonino come "campanello di allarme" per tutte le imprese al raggiungimento di determinati valori.

Recependo la delega assegnata, il CNDCEC ha condotto un lavoro suddivisibile in tre macrofasi:

1. Proposta di un gruppo di indici;
2. Proposta di un iter logico di lettura che ne renda possibile una valutazione unitaria;
3. Sviluppo di un supporto metodologico che renda chiaro e omogeneo il calcolo degli indici partendo dalla valutazione dell'andamento aziendale.

Il modello prescelto per la definizione degli indici è da considerarsi multivariato, costruito attraverso una logica "combinata che evidenziasse una serie di combinazioni di eventi di superamento delle soglie, la cui emersione congiunta fosse storicamente associabile ad un'alta probabilità di condurre all'insolvenza aziendale. Partendo da 56 ratios contabili, il CNDCEC è poi giunto alla definizione di 5 indicatori di allerta il cui valore soglia differisce in base al settore di appartenenza (definito tramite il codice ATECO) dell'impresa. Il lavoro empirico ha offerto risultati convincenti: delle imprese utilizzate come campione, i segnali di allerta si sono accesi per il 0,69% di esso; all'interno di questa percentuale, quasi il 95% è fallita o ha cessato l'attività entro tre anni.

La lettura congiunta dei due commi dell'art. 13 CCI conduce all'individuazione del sistema di indici prefissato. Per valutare il rischio di insolvenza, il sistema di applicazione degli

indici segue una logica di natura gerarchica in cui il superamento del valore soglia del 1° indice rende ipotizzabile la presenza della crisi; in caso contrario, si passa alla verifica del 2° indice, dove anche in questo caso l'eventuale superamento della relativa soglia denota un presumibile stato d'insolvenza. Nel caso in cui il consulente d'impresa e/o il management non dispongano del dato richiesto dal primo indice, si devono obbligatoriamente vagliare i cosiddetti 5 indici di settore previsti all'art.13, co.2. Il primo indice da valutare deve essere il patrimonio netto, il cui valore negativo conduce alla valutazione del DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*) che permette di esaminare se la quantità di flusso di cassa operativo (FCO) di un esercizio è in grado di soddisfare il rimborso del capitale di debito e gli interessi annuali. Il suo valore ottimale è superiore a 1: in caso contrario, l'impresa non è in grado di coprire le spese debitorie nei confronti dei finanziatori bancari con la cassa generata. Nel caso in cui non fosse disponibile il DSCR, si procede alla valutazione dei seguenti indici:

1. Indice di sostenibilità degli oneri finanziari;
2. Indice di adeguatezza patrimoniale;
3. Indice di ritorno liquido dell'attivo;
4. Indice di liquidità;
5. Indice di indebitamento tributario e finanziario.

I parametri sono validi per tutte le imprese, ad eccezione di alcune tipologie (cooperative, NewCo, ecc.) per i quali valgono specifiche deroghe.

Il lavoro svolto dal CNDCEC ha di fatto dato validità giuridica ad uno strumento previsionale, permettendo all'imprenditore e al consulente di non confondersi ed evitando l'applicazione di modelli diversi.

Va sottolineato che, tuttavia, i modelli previsionali erano già presenti e ampiamente sviluppati nella letteratura economica e finanziaria da parecchio tempo. Da un punto di vista schematico, le tecniche previsionali si suddividono fra quantitative e qualitative (quest'ultime non trattate nel presente lavoro).

All'interno della prima categoria, il modello statistico più famoso e utilizzato è lo Z-Score di Altman, basato su un campione di 66 imprese e una relazione di natura lineare fra 22 parametri di bilancio. Attraverso un processo di scrematura, Altman è giunto alla definizione di 5 variabili a cui venne associato un coefficiente che amplificasse ulteriormente le differenze tra aziende in condizioni normali di equilibrio e quelle in situazione di dissesto già evidenziate dagli indicatori di bilancio inclusi nel modello.

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Il risultato ottenuto deve essere raffrontato con il valore soglia determinato dall'autore, noto come punto di *cut-off*, determinato dall'osservazione degli errori di classificazione: esso è stato così determinato considerando il punto in corrispondenza del quale l'errore di classificazione risulta essere minimo, ovvero pari a 2,675. Le aziende con un punteggio superiore possono definirsi sane, al contrario delle altre che sono potenzialmente insolventi. Altman ha poi successivamente definito due valori soglia ulteriori identificando un'area denominata *grey zone* o area di incertezza, il cui gruppo di aziende facente parti avrebbero avuto un esito incerto e dovuto essere sottoposte ad un'ulteriore analisi. Tale area è stata delimitata dai valori numerici corrispondenti a 1,81 e 2,99, definiti in base a fattori di rischio – rispettivamente – elevatissimi o bassissimi.

Il lavoro statistico di Altman (il cui sviluppo nel corso degli anni ha portato ad una nuova formulazione matematica dello *score*) non è stato l'unico: si possono citare lo Z-Score di Alberici o l'O-Score di Olshon, nonché la logit analysis sviluppata da Zavgren o la "*Gambler's ruin*".

Accanto a questi metodi strettamente statistici, la valutazione della crisi di impresa può essere svolta anche diversamente. Rientrano all'interno di questo novero l'A-Score di Argenti (basato su una valutazione più soggettiva e ampia del contesto aziendale, capace di intercettare i problemi che si riscontrano a livello decisionale, operativo e organizzativo); lo *shareholder value*, che calcola il valore dell'impresa utilizzando i flussi di cassa che quest'ultima genera e la valutazione del capitale economico, costituito da tre approcci fondamentali (*market*, *income* e *fair value*).

Gli strumenti previsionali appena esposti sono sicuramente fondamentali e aiutano il consulente a integrare la mera lettura del bilancio e il calcolo degli indici. Essi offrono una fotografia piuttosto completa della situazione di crisi aziendale, a cui deve necessariamente seguire un processo di *turnaround* e di ristrutturazione aziendale.

Anche tale argomento è stato (e lo è tutt'oggi) oggetto di studio da parte della letteratura economica. Cercando di offrire una definizione che racchiuda sinteticamente anni di lavoro, con il termine *turnaround* si intende, nell'ambito aziendale, il piano di risanamento e di ristrutturazione profonda di un'azienda in crisi (Peruffo, 2018).

Le modalità con le quali un'impresa può rilanciarsi sul mercato sono parecchie e potenzialmente inquadrabili in quattro categorie.

Le strategie di *ristrutturazione* sono finalizzate a rendere l'impresa più attrattiva nel business in cui opera, puntando al miglioramento di quei processi aziendali in cui essa non risulta più performante come una volta. Nell'ambito delle strategie di *restructuring* a livello corporate

possono essere ricondotte una pluralità di operazioni diverse, che vanno dai disinvestimenti alle operazioni di M&A, includendo anche azioni di natura più strettamente finanziaria come il *leveraged buyout* o la cessione di asset.

Attraverso le strategie di *riconversione* l'impresa cerca un nuovo mercato e/o settore in cui posizionarsi: il risultato auspicabile da conseguire è quello di creare sinergie dal mix prescelto riducendo contemporaneamente il fabbisogno di capitale. Essa andrebbe adottata nei casi in cui la crisi è stata provocata dalla presenza dell'azienda in settori strutturalmente in declino o in settori che necessitano di continue e radicali innovazioni, di cui l'apparato imprenditoriale è strutturalmente carente. Questa strategia viene generalmente implementata attraverso la vendita o la dismissione di vecchie linee di prodotto (generalmente costose e non più redditizie) e la loro sostituzione con una nuova linea produttiva vicina a quella precedente almeno da un punto di vista tecnologico.

Una strategia di *riposizionamento* consiste nella dismissione completa delle attività che non sono più in grado di generare valore per l'azienda e creano solamente difficoltà e perdite di varia natura. Essa si traduce in una rifocalizzazione sul *business core* aziendale in termini di prodotti offerti e di clienti serviti e viene adottata quando le competenze sono disperse in settori troppo diversi e le risorse finanziarie sono distribuite in modo sfavorevole rispetto alle attività fulcro.

Infine, le strategie di *ridimensionamento* rappresentano l'ultima spiaggia per il management, ossia la soluzione da adottare quando il declino è già ben avviato e risulta palese che la sopravvivenza dell'impresa è l'unico obiettivo concretamente raggiungibile. Le operazioni più applicate sono la dismissione parziale o totale della capacità produttiva nonché l'esternalizzazione di alcuni comparti.

Una volta che il management e i consulenti di cui esso si avvale hanno accertato e riconosciuto le cause all'origine della crisi d'impresa, essi devono implementare le corrette strategie di turnaround per risollevare l'azienda dalla situazione pericolosa in cui si trova. La letteratura italiana ed estera è – in via generale – concorde a rappresentare il processo di *corporate turnaround* attraverso l'adozione di modelli sequenziali, in cui l'analisi viene condotta attraverso lo studio delle fasi che lo compongono.

I principali contributi in merito sono il modello “a fasi distinte” Bibeault (1982), la cui intensità varia a seconda del grado di declino a cui è sottoposta l'azienda; il modello a due fasi di Pearce e Robbins (1993), suddiviso fra *retrenchment* (cui scopo principale è la sopravvivenza aziendale nel breve termine, attraverso la stabilizzazione delle performance negative) e *recovery* (in cui l'azienda si fornisce di tutte quelle risorse, tecnologie e capacità

necessarie per operare nel settore prescelto, con l'obiettivo di tornare a creare valore mediante il raggiungimento dell'efficienza operativa e l'insediamento in nuovi settori).

Dato che i modelli sequenziali non prevedono la sovrapposizione temporale fra le varie fasi di risanamento, il modello *overlapping* è stato proposto da Slatter e Lovett per esplicitare le coincidenze delle fasi all'interno del processo di turnaround; nello specifico, consta di quattro fasi (analisi, emergenza, cambiamento strategico e crescita e rinnovamento).

L'adozione di strategie di turnaround si configura pertanto come requisito fondamentale per la ripresa dell'azienda e il ritorno alla creazione di valore. Tali strategie devono chiaramente essere mirate ma soprattutto ben strutturate per evitare che si trasformino in un'arma a doppio taglio. Per questo motivo, l'impresa in crisi deve necessariamente affidarsi a professionisti consolidati che facciano una fotografia contabile e giuridica della situazione e consiglino i titolari sulle mosse da intraprendere.

Nell'elaborato sono stati trattati in maniera sintetica i più importanti soggetti coinvolti nella ristrutturazione aziendale, definendone ruoli, compiti e obiettivi da raggiungere mediante il loro lavoro e competenze. Fra questi spiccano l'*attestatore*, un esperto qualificato in possesso di specifici requisiti imposti dalla legge che svolge il delicato ruolo di garante della correttezza della procedura che è chiamato ad attestare e il *Chief restructuring Officer*, ossia un manager caratterizzato da elevate competenze nelle ristrutturazioni aziendali che, oltre a coordinare le parti coinvolte nel processo di risanamento, detiene la responsabilità dell'implementazione del piano. Altri personaggi coinvolti sono il *loan agent*, gli *advisors* e il *temporary manager*.

In un processo di ristrutturazione, assumono un ruolo di vitale importanza gli istituti di credito. Pensare ad un turnaround di successo senza ricorrere a liquidità immediata da terzi è chiaramente utopico: la manovra finanziaria è la parte del business plan in cui la società formula le richieste ai creditori finanziari e che influenza maggiormente la scelta dello strumento giuridico per la formalizzazione dell'accordo. In tal senso, l'erogazione di nuova finanza è uno strumento sicuramente controverso in ottica *restructuring*: infatti, comporta l'assunzione di un rischio di credito aggiuntivo verso una società già pesantemente indebitata ed è il motivo per cui, in genere viene richiesto un accordo di ristrutturazione dei debiti anziché un piano attestato di risanamento strictu sensu. Le forme di intervento usabili sono diverse (si passa dalla conversione dei crediti vantati verso la società all'emissione di nuove azioni), anche se richiesta più frequente si traduce in un riscadenzamento del debito.

Una volta analizzata la crisi, gli strumenti di previsione e le strategie di turnaround, il presente lavoro ha focalizzato la sua attenzione su uno dei settori più colpiti in negativo dalla pandemia, ossia il settore aereo.

Il segmento aereo (ad eccezione del comparto cargo) è stato colpito quasi fatalmente dal Covid-19, con un calo del traffico aereo di oltre due terzi rispetto ai livelli del 2019 causato dalle restrizioni alla mobilità imposte dalle autorità governative per prevenire la diffusione del virus. Tale flessione ha chiaramente avuto ripercussioni anche sull'anno corrente in termini di redditività e posti di lavoro e verosimilmente ci vorrà del tempo affinché il settore possa riprendersi dalle enormi perdite subite; tuttavia, si stanno registrando dei segnali di ripresa determinati dall'aumento delle vaccinazioni e da regole meno ferree in termini di controlli.

Tracciandone i tratti principali, già prima dell'emergenza sanitaria tale business si configurava come un oligopolio dall'offerta piuttosto indifferenziata, se non per alcuni servizi specifici. Esso, nello specifico, è un segmento dalla struttura piuttosto rigida in termini di costo, in cui prevale la componente fissa (circa il 70%, anche se negli ultimi anni si è ridotta) e in cui la componente variabile era principalmente costituita dal prezzo del carburante, voce di costo che prima del calo del prezzo petrolifero impattava quasi per il 30% sull'intera struttura. Da questa breve spiegazione sui costi si intuisce come sia un settore che, ben più di altri, sia sensibile a shock di natura extraeconomica. Riportando qualche esempio, la crisi finanziaria del 2008 ha causato un calo della domanda, dovuto alla minor disponibilità di spesa della famiglie; l'attacco terroristico del 2001 alle Torri Gemelle ha avuto un impatto altrettanto drammatico, condizionato dalla comprensibile paura nei confronti del sistema di sicurezza aeroportuali.

Tali eventi hanno però semplicemente condizionato un settore che, per definizione, è anticiclico; l'emergenza sanitaria, al contrario, ha messo in ginocchio i *players* che vi operano come mai nessun evento aveva fatto prima. Per comprenderne la gravità possono essere riportati svariati numeri: basti solo pensare che – fatto 100 il RPK (*Revenue Passenger Kilometres*) al momento dello shock – tale indice è crollato fino a 19 tre mesi dopo lo scoppio della pandemia ed è pari a 40 esattamente quattordici mesi dopo; nello stesso arco temporale, il mercato si era completamente ripreso sia nel 2001 che nel 2009.

Il crollo settoriale dei ricavi per un settore in crescita da anni ha avuto come diretta conseguenza un crollo delle marginalità (-28% l'EBIT *margin* internazionale), dei risultati reddituali (-17,7% il ROI di settore, contro il 5,8% dell'anno precedente), della rilevanza dei

costi variabili all'interno della struttura (dal 50 al 39%) e un tasso di *cash burn* elevatissimo, con le principali compagnie che hanno “bruciato” nel 2020 per oltre 120 miliardi.

Si tratta, come facilmente intuibile, di una situazione piuttosto drammatica sotto diversi punti dell'area gestionale. Nel 2021, grazie all'avvio della campagna vaccinale e all'allentamento delle restrizioni, si sta verificando un inevitabile effetto rimbalzo e si assiste, in quest'ottica, ad una lenta ripresa principalmente trainata dalle compagnie aeree statunitensi, le uniche ad aver avuto un *net cash flow* nell'anno corrente. Faticano ancora, invece, gli operatori europei sia per quanto riguarda i ricavi, sia in merito alla situazione di cassa nonostante una variazione del +8,3% fra il primo e secondo trimestre 2021.

In tale contesto, in cui persino colossi del settore soffrono e chiedono aiuto ai rispettivi governi, risulta opportuno interrogarsi a quale futuro va incontro il settore aereo (e tutti gli altri attori della catena del valore) e se esistono delle soluzioni implementabili sia nel breve che nel medio-lungo periodo. Oltre agli aiuti statali e alla necessità di operare congiuntamente rafforzando le alleanze strategiche già presenti, McKinsey ha proposto attraverso uno studio recentissimo cinque potenziali interventi risolutivi. Essi sono:

1. I governi nazionali devono partecipare attivamente nelle scelte strategiche delle rispettive compagnie di bandiera;
2. Rivisitare la struttura dei prezzi, prestando particolare attenzione ai viaggi di piacere;
3. Effettuare elevati investimenti in IT, nei processi di trasformazione digitale e nella sostenibilità ambientale;
4. Confermare i contratti di leasing o effettuare ordini di nuovi aeromobili ora che la domanda è bassa;
5. Essere “agili” ed incentivare il settore cargo, attraverso la creazione dei cosiddetti *preighters*.

Chiaramente l'impatto del Covid-19 è ben lungi dall'essere finito e, secondo diverse fonti, il settore aereo tornerà ai livelli pre-pandemici solamente a partire dal 2024. Chiaramente c'è un po' di sollievo da parte delle compagnie aeree internazionali, nonostante abbiano quasi tutte esaurito le loro riserve liquide: la vaccinazione di massa procede e i viaggi di piacere aumenteranno, anche se lo sviluppo delle nuove tecnologie di interconnessione globale rendono incerto il futuro dei viaggi di piacere.

L'ultimo paragrafo dell'elaborato, il §5.3, ha voluto concentrare la propria attenzione su un'impresa in crisi da anni accentuata recentemente da quella settoriale. Alitalia rappresenta ormai da decenni uno dei grandi malati dell'economia italiana, i cui problemi sono ben noti.

Essi sono stati conseguenza di incapacità da parte del management, nonché frutto di errori strategici palesi (progressivo abbandono del lungo raggio a favore del breve-medio, senza però avere la bassa struttura di costo delle compagnie LCC) e di eccessivi costi di natura operativa, soprattutto per quanto riguarda il leasing degli aeromobili e del carburante. A questi si aggiunge, inoltre, il non aver colto l'opportunità di vendere la compagnia quando si sono presentate offerte allettanti (AF-KLM nel 2003, fondo Cerberus nel 2012).

Tali dinamiche sono alla base dei risultati economico-finanziari disastrosi: la compagnia, nell'ultimo decennio, ha conseguito perdite nette complessive per oltre 4,3 miliardi di euro, (dato che sarebbe stato peggiore senza gli ingenti aiuti governativi erogati), nonché è passata da possedere il 50% del mercato domestico a poco meno del 13%³⁶⁷ a discapito dei vettori low cost, il cui grado di penetrazione si attesta ben oltre il 30%.

La situazione di dissesto è particolarmente lampante se si confronta Alitalia con le principali compagnie di bandiera europee (Lufthansa, AF-KLM, British Airways) e alle LCC, ovvero i suoi diretti concorrenti (Ryanair, EasyJet). L'elaborato ha intenzionalmente confrontato i dati del vettore italiano risalenti al 2019, appositamente per sottolineare con maggior forza la crisi in cui esso già versava in una condizione di mercato "normale".

I numeri, come immaginabile, erano impietosi. I ricavi del traffico erano pari a 2,9 miliardi di euro, contro i 36,42 di Lufthansa e i 7,7 di Ryanair, mentre i costi operativi sostenuti sono il doppio per quanto riguarda il personale rispetto ai vettori low cost, nonché i costi del carburante e dei leasing sono assolutamente sproporzionali rispetto alla flotta di cui disponeva.

Per rendere chiaro il concetto, Alitalia spendeva per aereo circa 8,8 milioni di euro annui di carburante, contro poco meno di AF-KLM e quasi come Lufthansa. Il dato, apparentemente positivo, non deve tuttavia trarre in inganno: Alitalia copriva solamente tratte a breve-raggio, contro i voli internazionali operati dai vettori francese e tedesco. Stesso problema veniva riscontrato anche per altri voci di costo, come gli ammortamenti e le spese pubblicitarie.

Dopo l'analisi del 2019, obbligatoriamente andava valutato l'impatto dell'*annus horribilis* 2020. La pandemia ha dato il colpo definitivo all'azienda italiana, con una contrazione dei ricavi di quasi -65% (in cui però vanno aggiunti i 274 miliardi ricevuti dallo Stato) e un decremento del saldo di cassa di quasi 411 milioni nell'esercizio. Ovviamente, la situazione è stata complessa anche per gli altri attori sopra menzionati, dato un EBIT *margin* che varia fra il -52 e il -80% all'interno del campione e un costante prosciugamento delle risorse

³⁶⁷ In termini di passeggeri trasportati nell'anno.

liquide che hanno portato ad un FCFO negativo di almeno 2,4 miliardi per ogni compagnia analizzata.

Il quadro su cui si staglia Alitalia è ben delineato e parlare di soluzioni attuabili adesso è sicuramente pretestuoso come inutile, dato la nascita della nuova NewCo ITA a metà ottobre. Cercando di proporre un paio *ex post*, sicuramente la ex compagnia di bandiera italiana doveva essere ceduta e rinunciare definitivamente al suo status di vettore nazionale, accettando il ruolo di comparsa o, meglio ancora, come vettore low cost di un grande gruppo internazionale. Alitalia doveva quindi opportunamente effettuare una strategia di riposizionamento competitivo, abbattendo completamente i costi che per incidenza sul fatturato erano quelli di una compagnia di bandiera.

Intervenire sul personale, al contrario di quanto è opinione comune, non avrebbe avuto il minimo senso, dato che le spese per esso sono congruamente più basse rispetto ai grandi *players* anche se leggermente più elevate rispetto alle LCC. L'eventuale rilancio sarebbe dovuto invece passare dalla rinegoziazione dei contratti di leasing, nonché da quelli di hedging sul prezzo del carburante e dal taglio degli *overheads* nella misura minima del 25%. Infine, la rivisitazione del proprio network di volo (3 tratte su 4 delle tratte operate erano già coperte da vettori low cost) avrebbe consentito ad Alitalia di concentrarsi su altre destinazioni. Questo sarebbe stato un grande vantaggio perché – dovendo concorrere con Ryanair o EasyJet – la compagnia con sede a Fiumicino ha dovuto piegarsi a logiche di prezzo al ribasso. È stato un errore fatale, dato che è entrata in un meccanismo che ha generato una distorsione del pricing all'inseguimento di tariffe di compagnie su cui non poteva competere a livello di uscite.

Nel futuro del settore italiano del trasporto c'è ora ITA (Italia Trasporto Aereo), che dovrebbe iniziare ad operare a partire dal 15 ottobre. La compagnia avrà una flotta parecchio ridimensionata rispetto al passato (52 aeromobili) e servirà prevalentemente il mercato domestico e qualche destinazione europea.

Il futuro è tuttavia estremamente nebuloso: non sono chiari gli aspetti relativi agli esuberanti derivanti da Alitalia, né tantomeno gli obiettivi strategici. Verosimilmente, nel 2025 la dimensione di Ita sarà quindi quella di una piccola compagnia che di certo non può competere con i vettori tradizionali a livello di servizi offerti, così come contro le LCC in termini di spesa. Il timore che si riveli l'ennesimo buco nell'acqua è piuttosto concreto e non fa ben sperare per il settore aereo nel nostro paese.

Bibliografia

- Abriani, Niccolò, Lucia Calvosa, Giuseppe Jr Ferri, Cinzia Motti, e Duccio Regoli. *Diritto delle società. Manuale breve*. Giuffrè Editore, 2012.
- Agresti, Alan. *Categorical data analysis*. New York: John Wiley & Sons, 2003.
- Agusdinata, Buyung, e Wouter De Klein. «The dynamics of airline alliances». *Journal of Air Transport Management* 8, n. 4 (2002): 201–11.
- Alberici, Adalberto. *Analisi dei bilanci e previsioni delle insolvenze: affidabilità bancaria e informativa del mercato mobiliare*. Torino: Isedi, 1975.
- Alderighi, Marco, e Alberto A. Gaggero. «Accessibilità aerea e capacità esportativa del manifatturiero italiano». *L'industria* 33, n. 4 (2012): 635–62.
- Aldrighetti, Flavio, e Roberta Savaris. «La riforma delle procedure concorsuali e i modelli di gestione dell'impresa in crisi». Progetto Smefin, 2008.
- Altman, Edward, e Edith Hotchkiss. *Corporate corporate failure and bankruptcy*. New Jersey: John Wiley and Sons, 2005.
- Altman, Edward I. *Corporate bankruptcy in America*. Heath Lexington Books, 1971.
- Altman, Edward I. *Corporate financial distress*. New York: John Wiley & Sons, 1993.
- Altman, Edward I. «Ratio analysis and the prediction of firm failure: a reply». *The Journal of Finance* 25, n. 5 (1970): 1169–72.
- Altman, Edward I., Alessandro Danovi, e Alberto Falini. «Z-Score Models' application to Italian companies subject to extraordinary administration». *Journal of Applied Finance* 23, n. 1 (2013): 128–37.
- Altman, Edward I., John Hartzell, e Matthew Peck. «Emerging market corporate bonds: a scoring system». In *Emerging market capital flows*. New York: Salomon Brothers Inc., 1995.
- Altman, Edward I. «Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy». *The journal of finance* 23, n. 4 (1968): 589–609.
- Andrei, Paolo. *Crisi di impresa e procedure concorsuali: Spunti critici emergenti da un'indagine empirica*. Milano: Giuffrè, 1996.
- Angelino, Antonio, Fabrizio Balda, Daniele Emiliani, e Guido Romano. «Rapporto Cerved PMI 2020», 2020.
- Anthony, Robert Newton, David F. Hawkins, Diego Maria Macri, e Kenneth A. Merchant. *Sistemi di controllo. Analisi economiche per le decisioni aziendali*. McGraw-Hill, 2011.
- Area studi Mediobanca. «Stima dei costi diretti, pubblici e collettivi, originati dalla gestione Alitalia (1974-2014)». Statistico. Mediobanca, 2015.
- Argenti, John. «Company Failure—Long Range Prediction Not Enough». *Accountancy* 88, n. 1008 (1977): 46–52.
- Argenti, John. *Corporate Collapse: the causes and symptoms*. New York: Wiley, 1976.

- Arogyaswamy, Kamala, Vincent L. Barker, e Masoud Yasai-Ardekani. «Firm turnarounds: an integrative two-stage model». *Journal of management studies* 32, n. 4 (1995): 493–525.
- Arrigo, Ugo. «Alitalia, cinque anni di perdite inutili». *lavoce.info*, 21 giugno 2021, par. Infrastrutture e trasporti.
- Arrigo, Ugo. «La crisi di Alitalia? Un successo del mercato». *lavoce.info*, 27 aprile 2021.
- Arrigo, Ugo. «Storia del declino economico di Alitalia e dell’insensata nascita di Ita». *Linkiesta*, 24 luglio 2021.
- Arrigo, Ugo. «Un magro futuro per la nuova ITA». *lavoce.info*, 30 agosto 2021, par. Infrastrutture e trasporti.
- Arrigo, Ugo, Andrea Battaglia, e Giacomo Di Foggia. «La nuova crisi di Alitalia e le prospettive di soluzione» CESISP (2016).
- Baccarani, G., e E. Brunetti. «Le scelte strategiche di disinvestimento». In *Economia e finanza aziendale. Scritti in onore di Edoardo Ardemani*, 1–32. Milano: Giuffrè Editore, 1997.
- Banca d’Italia. *Istruzioni di vigilanza per le banche*. Roma: Banca d’Italia, 1999.
- Barker, Vincent L., e Irene M. Duhaime. «Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence». *Strategic management journal* 18, n. 1 (1997): 13–38.
- Berberi, Leonardo. «Aerei e aiuti pubblici: Air France batte tutti (e prende 8 volte Alitalia)». *Corriere della Sera*. 19 aprile 2021, par. L’Economia.
- Berberi, Leonardo. «Alitalia si restringe ancora: la flotta scende sotto quota 100». *Corriere della Sera*, 2 gennaio 2020, par. L’Economia.
- Berberi, Leonardo. «Alitalia smette di volare il 14 ottobre. Ok di Bruxelles a Italia Trasporto Aereo». *Corriere della Sera*. 15 luglio 2021, par. L’Economia.
- Bernstein, Leopold A., e John J. Wild. *Financial Statement Analysis: Theory*. Milano: McGraw-Hill, 1998.
- Bertoli, Giuseppe. «La gestione strategica a livello di business». In *L’impresa - Economia e gestione*, a cura di Maria Martellini. Torino: G. Giappichelli, 2006.
- Bertoli, Giuseppe. «Le strategie di base». In *Le parole dell’impresa*, a cura di Lorenzo Caselli. Milano: Franco Angeli, 1995.
- Bevilacqua, Lorenzo. «Il marketing dei servizi di trasporto aereo». Università degli Studi di Padova, 2018.
- Bibeault, Donald B. *Corporate turnaround: how managers turn losers into winners!* Washington: Beard Books, 1998.
- Bini, Mauro, e Paolo Ghiringhelli, a c. di. *Analisi di bilancio - Parte I*. Milano: Egea, 2015.
- Birken, Emily Guy, e Benjamin Curry. «Understanding Return On Assets (ROA)». Forbes advisors, 6 aprile 2021. <https://www.forbes.com/advisor/investing/roa-return-on-assets/>.
- Bonazza, Pietro. «ROI: un indicatore dinamico per l’incremento del reddito». *Banche & Banchieri*, n. 2 (1989): 131.

- Bonera, Michelle. «La gestione strategica a livello di corporate». In *L'impresa - Economia e gestione*, 265–303. Torino: G. Giappichelli, 2006.
- Bongiorni, M. «La fairness opinion ex art. 11 del codice di autodisciplina predisposto da Borsa Italiana SpA per le società quotate». In *Operazioni di gestione straordinaria: logiche valutative*, a cura di Luca Francesco Franceschi, 177. Padova: CEDAM, 2006.
- Bouwer, Jaap, Steve Saxon, e Nina Wittkamp. «Back to the future? Airline sector poised for change post-COVID-19», 2 aprile 2021.
- Bowman, Edward H., e Harbir Singh. «Corporate restructuring: Reconfiguring the firm». *Strategic Management Journal* 14, n. 1 (1993): 6.
- Brambilla, Giorgia Carlotta. «I fattori di crescita delle aziende: un'analisi delle Top 500 padovane». Università degli Studi di Padova, 2017.
- Brander, James A., e Anming Zhang. «Dynamic oligopoly behaviour in the airline industry». *International journal of Industrial organization* 11, n. 3 (1993): 407–35.
- Brauer, Matthias. «What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda». *Journal of Management* 32, n. 6 (2006): 751–85.
- Brian Pearce. «Covid-19: outlook for airlines' cash burn». 6 ottobre 2020.
- Bubbi, Pier Luca. «L'impresa: finalità e obiettivi». In *L'impresa - Economia e gestione*, a cura di Maria Martellini, 99. Torino: G. Giappichelli, 2006.
- Buttignon, Fabio. «Il governo delle crisi d'impresa in Italia alla luce del nuovo quadro normativo: una riflessione introduttiva». *Rivista dei dottori commercialisti* 2 (2008): 243–81.
- Calducci, Daniele. *La valutazione dell'azienda: principi, modelli, prassi professionale*. Milano: Edizioni FAG, 1998.
- Candelo, Elena. *Le strategie di turnaround*. Egea, 2005.
- Capizzi, Vincenzo. *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito: Procedure, attori, best practice*. Milano: Egea, 2014.
- Caramiello, Carlo. *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*. Milano: Giuffrè Editore, 2003.
- Castaldo, Francesca. «Coronavirus e crisi del trasporto aereo: verso un nuovo panorama strategico». *Rivista di Economia e Politica dei Trasporti* 1 (2020): 1–11.
- Cattaneo, Mario, Massimo Belcredi, Lorenzo Caprio, Silvia Rigamonti, Alberto Floreani, Roberto Moro Visconti, e Pietro Manzonetto. *Manuale di finanza aziendale*. Bologna: Il Mulino, 1999.
- Cestari, Greta. *La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi*. Giuffrè Editore, 2009.
- Chowdhury, Shamsud D. «Turnarounds: A stage theory perspective». *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration* 19, n. 3 (2002): 249–66.

- CNDCEC. «Linee guida per Il finanziamento alle imprese in risi», 2010.
- Coda, Vittorio. *L'orientamento strategico dell'impresa*. Torino: Utet, 1988.
- Coda, Vittorio, Giorgio Brunetti, e Maria Bergamin Barbato. *Indici di bilancio e flussi finanziari: strumenti per l'analisi della gestione*. Milano: Etas Libri, 1981.
- Codini, Anna, e Elisabetta Corvi. «L'impresa: finalità e obiettivi». In *L'impresa - Economia e gestione*, a cura di Maria Martellini, 99. Torino: G. Giappichelli, 2006.
- Corrado, Giovanni. «Il processo di corporate turnaround: modelli e strategie.» Università degli Studi di Padova, 2011.
- Da Rold, Cristina. «Quanto inquinano gli aerei? Il settore produce il 2% circa delle emissioni». Sole24Ore, 23 settembre 2019. <https://www.infodata.ilssole24ore.com/2019/09/23/quanto-inquinano-gli-aerei/>.
- Dalocchio, Maurizio, e Antonio Salvi. *Finanza aziendale 1 - finanza ordinaria*. Milano: Egea, 2011.
- De Laurentis, G. «I principali approcci metodologici e le diverse applicazioni dei modelli di previsione delle insolvenze: una rassegna bibliografica». In *La previsione delle insolvenze aziendali. Profili teorici e analisi empiriche*, a cura di Giancarlo Forestieri. Milano: Giuffrè, 1986.
- De Marzo, Peter, e Jonathan Berk. *Finanza aziendale 1*. Milano: Pearson Italia, 2018.
- Decreto-legge n.145/2013, convertito in Legge n. 9/2014 (s.d.).
- Dell'Aquila, Andrea. «Fondamenti di analisi finanziaria: la riclassificazione del bilancio». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, 141–51. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Di Lazzaro, Fabrizio, e Gianluca Musco. *Analisi aziendale: metodi e strumenti*. Torino: G. Giappichelli, 2015.
- Di Napoli, Dominic, e Elliot Fuhr. «Trouble Spotting: Assessing the likelihood of a Turnaround». In *Workouts and turnarounds II: Global restructuring strategies for the next century*, 1–20. New York: Wiley, 1999.
- Di Nardo, Tommaso, Roberto De Luca, Luca Lucido, e Gianluca Scardocci. «Osservatorio sui bilanci delle SRL 2019 - Focus settore servizi». CNDCEC, 2021.
- Doganis, Rigas. *The airline business*. Londra: Routledge, 2005.
- Domanico, Fabio. «Il trasporto aereo passeggeri in Europa: Contestable Theory, Core Theory o semplicemente Low Cost Carriers?» *Rivista Italiana di Politiche Pubbliche* 1, n. 2 (2006): 33–60.
- Dorini, Leonardo. «Covid, continuità e bilanci: gli strumenti a disposizione delle imprese». *Sole24Ore*. 4 febbraio 2021.
- Dresner, Martin, Sue Flicop, e Robert Windle. «Trans-Atlantic airline alliances: a preliminary evaluation». *Journal of the Transportation Research Forum* 35, n. 1 (1995).
- Drucker, Peter. «The theory of the business». *Harvard Business Review* 72, n. 5 (1994): 95–104.

- Elshahat, Islam, Ahmed Elshahat e Arundhati Rao. «Does corporate governance improve bankruptcy prediction?» *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 19, n. 1 (2015): 107–19.
- Falini, Alberto. «La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo», n. 125 (2011).
- Falini, Alberto. «Le politiche finanziarie». In *L'impresa - Economia e gestione*, a cura di Maria Martellini. Torino: G. Giappichelli, 2006.
- Fernando, Jason. «Debt-Service Coverage Ratio (DSCR)». Investopedia, 10 aprile 2021. <https://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp>.
- Flexera. «State of tech spend report», 2020.
- Fontana, Franco, e Paolo Boccardelli. *Corporate Strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano: Hoepli, 2015.
- Franceschi, Luca Francesco. «Il giudizio sulla veridicità dei dati». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, a cura di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi, 51–60. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Franceschi, Luca Francesco. *La cessione d'azienda. Profili economico aziendali e procedurali*. Milano: Cedam, 2007.
- Franceschi, Luca Francesco, e Andrea Stefano Bonaventura. *Leveraged Buy-Out e Crisi d'Impresa: profili economico aziendalistici*. EDUCatt, 2018.
- Fredenberger, William B., e Joseph L. Bonnici. «Turnaround phases: extending the life cycle theory». *American Business Review* 12, n. 1 (1994): 59–65.
- Gagliardi, Guidalberto. «Disinvestire attraverso il carve-out». *Amministrazione & Finanza* 7 (2017): 76–82.
- Giacomelli, Andrea. «La procedura di allerta nella legge 155/2017: produzione e monitoraggio di indicatori premonitori dello stato di crisi». *Il commercialista veneto* 241 (febbraio 2018).
- Gilardoni, Andrea. *Cambiamento, ristrutturazione e sviluppo dell'impresa*. Milano: Egea, 1999.
- Goldston, Mark R. *The turnaround prescription: Repositioning troubled companies*. Boston: Free Press, 1992.
- Golinelli, Gaetano M. *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*. Vol. 1. Padova: Cedam, 2000.
- Gottardi, Giorgio. *Gestione dell'innovazione e dei progetti. Affrontare l'incertezza nella strategia tecnologica: teorie, modelli, tecniche*. Padova: CEDAM, 2006.
- Guatri, Luigi. *Crisi e risanamento delle imprese*. Milano: Giuffrè, 1986.
- Guatri, Luigi. *La teoria di creazione del valore: una via europea*. Egea, 1991.
- Guatri, Luigi. *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*. Milano: Egea, 1995.
- Guerrera, Francesco. «Welch condemns share price focus». *Financial Times*. 12 marzo 2009.
- Harvey, Geraint, e Peter Turnbull. «The development of the low cost model in the European civil aviation industry», 2012.
- Hillier, David, Stephen Ross, Randolph Westerfield, e Jeffrey Jaffe. *Corporate finance*. Milano: McGraw-Hill Education, 2018.

- Holloway, Stephen. *Straight and level: practical airline economics*. Londra: Routledge, 2016.
- Horngren, Charles T., Alnoor Bhimani, Srikant M. Datar, e George Foster. *Management and cost accounting*. Financial Times/Prentice Hall Harlow, 2002.
- Hoskisson, Robert E., Richard A. Johnson, e Douglas D. Moesel. «Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance». *Academy of Management journal* 37, n. 5 (1994): 1207–51.
- Hunger, J. David, Alan N. Hoffman, Charles E. Bamford, e JD Wheelen. *Strategic management and business policy*. Boston: Pearson, 1995.
- Hurdle, Gloria J., Richard L. Johnson, Andrew S. Joskow, Gregory J. Werden, e Michael A. Williams. «Concentration, potential entry, and performance in the airline industry». *The Journal of Industrial Economics* 38, n. 2 (1989): 119–39.
- Iata. «Air Passenger Market Analysis», luglio 2021.
- Iata. «Economic performance of the airline industry», novembre 2020.
- Ittelson, Thomas. *Financial statements, revised and expanded edition: A step-by-step guide to understanding and creating financial reports*. New Jersey: Career Press, 2009.
- Kramer, Mark R., e Michael Porter. «Creating shared value». *Harvard Business Review* 17, n. 1/2 (2011): 62–77.
- La Croce, Giovanni. «Il confezionamento di un piano di salvataggio dell'impresa in crisi da attestare». *Il Fallimento* 10 (2014): 979.
- Lazoppina, Girolamo. *Le procedure di allerta nel nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*. Padova: Primiceri Editore, 2020.
- Lenskold, James. «Marketing ROI: playing to win». *Marketing management* 11, n. 3 (2002).
- Logrieco, Luigi. «Gli indicatori di allerta delle crisi aziendali». *Starting Finance*, 15 ottobre 2019. <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/indicatori-allerta-crisi-aziendali/>.
- Lombella, Edoardo. «L'analisi delle politiche di investimento». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, 141–51. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Macchiati, Alfredo, e Diego Piacentino. *Mercato e politiche pubbliche nell'industria del trasporto aereo*. Bologna: Il mulino, 2006.
- Madonna, Salvatore. *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*. Giuffrè Editore, 2006.
- Manimala, Mathew J. «Entrepreneurial heuristics: A comparison between high PL (pioneering-innovative) and low PI ventures». *Journal of Business Venturing* 7, n. 6 (1992): 477–504.
- Marchese, Mauro, Alessandra Vedovati, Stefano Paleari, e Michele Meoli. «Stima del rischio sistematico per l'industria del trasporto aereo». *Finanziaria*, n. 74 (2009): 20–46.
- Marchesoni, Maria Adelaide. *La guida del Sole 24 Ore all'analisi fondamentale*. Gruppo 24 Ore, 2012.

- Mariani, Giovanna. *Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di Turnaround*. Pisa: Pisa University Press, 2012.
- Masciocchi, Mario. «Il Turnaround Management: come recuperare e rilanciare le aziende». *Sole24Ore*. 2007.
- Massaro, Barbara. «La storia di Alitalia, finita male». *Panorama*, 18 agosto 2021.
- Mazareanu, Elena. «Size of the freight forwarding market worldwide from 2018 to 2024». Statista, 6 marzo 2020. <https://www.statista.com/statistics/1095264/freight-forwarding-market-size-worldwide/>.
- Melis, Giovanni. *Strumenti per il controllo economico e finanziario nelle imprese*. Milano: Giuffrè Editore, 2013.
- Metallo, Gerardo. *Finanza sistemica per l'impresa*. Torino: Giappichelli, 2002.
- Moliterni, Rocco. *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa: Diagnosi dei processi degenerativi e misure di prevenzione*. Verona: Cedam, 1999.
- Montecchi, Gilberto, e Andrea Panizza. «La posizione finanziaria netta: definizione, composizione, segno algebrico e sua interpretazione». *Amministrazione & Finanza* 1 (2016): 61–70.
- Ohlson, James A. «Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy». *Journal of accounting research*, 1980, 109–31.
- Ooghe, Hubert, e Sofie Balcaen. «Are failure prediction models widely usable? An empirical study using a Belgian dataset». *Multinational Finance Journal* 11, n. 1–2 (2007): 33–76.
- Paganelli, Osvaldo. *Analisi di Bilancio - Indici e Flussi*. Torino: Utet, 1991.
- Pedriali, Franco, a c. di. *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*. Milano: Hoepli, 2006.
- Pellerone, Giovanni. «Gli strumenti a disposizione delle imprese in crisi per la salvaguardia della continuità aziendale: una valutazione comparativa attraverso case studies». Università degli Studi del Piemonte Orientale, 2014.
- Pellicelli, Anna Claudia. *Le compagnie aeree. Economia e gestione del trasporto aereo*. Milano: Giuffrè Editore, 1996.
- Pencarelli, Tonino, a c. di. *Le crisi d'impresa. Diagnosi, previsione e procedure di risanamento*. Milano: FrancoAngeli, 2013.
- Perrino, Michele. «Crisi di impresa e allerta: indici, strumenti e procedure». *Il corriere giuridico* 5 (2019): 653–70.
- Peruffo, Enzo. *Le strategie di Turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo*. Milano: McGraw-Hill Education, 2018.
- Peruffo, Enzo, Alessandra Perri, e Sara Gentili. «Verso una cultura del disinvestimento: efficienza, superiorità e conformità». *Verso una cultura del disinvestimento: efficienza, superiorità e conformità*, 2013, 40–67.

- Phillips, Patricia Pulliam, e Jack J. Phillips. *ROI basics*. American Society for Training and Development, 2019.
- Piocchi, Paolo. *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità: L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*. Torino: G. Giappichelli, 2004.
- Pietrogrande, Federica. «Il ruolo delle banche nella ristrutturazione del debito». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, a cura di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi, 103–18. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Pini, Maurizio, Alfredo Viganò, Chiara Mancini, Nicola Pecchiari, e Giuseppe Pogliani. *Basic financial accounting. Rilevazioni per il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato*. Milano: McGraw-Hill, 2008.
- Porter, Michael E. *Creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press, 1985.
- Pozza, L. «Il ruolo dell'attestatore ex artt. 67, 161 e 182 bis L.F.: prospettive di analisi sul giudizio di veridicità dei dati aziendali e di fattibilità del piano». Unione commercianti Milano, 2012.
- Profumo, Giorgia. *Le strategie di crescita nei servizi di trasporto aereo*. Torino: Giappichelli Editore, 2017.
- Provenzano, Giuseppe. *Finanza aziendale*. Torino: Giappichelli Editore, 2003.
- Entriage. «Quali sono le cause di una crisi aziendale?», s.d. <https://www.entriage.com/cause-della-crisi-aziendale/>.
- Riccio, Giuseppe. *Il controllo del capitale circolante e delle condizioni del credito per il miglioramento delle performance aziendali*. Torino: Giappichelli Editore, 2014.
- Rispoli, Maurizio, a c. di. *L'impresa industriale: economia, tecnologia, management*. II. Bologna: Il Mulino, 1989.
- Robbins, D. Keith, e John A. Pearce. «Turnaround: Retrenchment and recovery». *Strategic management journal* 13, n. 4 (1992): 287–309.
- Roma, Alfredo. «Alitalia/Ita: un fallimento annunciato». *Affari Internazionali*. 2 settembre 2021.
- Romeo, Salvatore. *Analisi di bilancio e sicurezza economica e finanziaria*. Il Fisco, 2013.
- Salvodeo, Stefano. «La sostenibilità dei finanziamenti». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, 201–10. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Salvodeo, Stefano. «L'analisi dei margini». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, 162–71. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Sbrana, Raffaella. «Crisi aziendale e segnali premonitori: il caso Stefanel Spa». Università di Pisa, 2014.
- Sciarelli, Sergio. *Economia e gestione dell'impresa*. Vol. I. Padova: Cedam, 2002.
- Sciarelli, Sergio. *La crisi d'impresa: il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*. Padova: Cedam, 1995.
- Sciarelli, Sergio. *L'impresa flessibile*. Padova: Cedam, 1987.

- Shein, James B. *Reversing the slide: A strategic guide to turnarounds and corporate renewal*. San Francisco: John Wiley & Sons, 2011.
- Slatter, Stuart. *Corporate recovery*. Londra: Penguin Group, 1984.
- Slatter, Stuart, e David Lovett. *Corporate recovery: Managing companies in distress*. Londra: Penguin Group, 1999.
- Sostero, Ugo. *L'economicità delle aziende*. Milano: Giuffrè, 2003.
- Sottoriva, Claudio. *Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali*. Milano: Giuffrè Editore, 2012.
- Sottoriva, Claudio. «Lo “stato di crisi” dell'impresa: lineamenti della fattispecie». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, 3–12. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Sottoriva, Claudio. «Lo stato di crisi dell'impresa: lineamenti della fattispecie». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, 3–12. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Tami, Alessandra. *Analisi di bilancio*. Roma: Buffetti, 1991.
- Taneja, Nawal K. *Airline survival kit: Breaking out of the zero profit game*. Hants: Ashgate Publishing, 2003.
- Tangpong, Chanchai, Michael Abebe, e Zonghui Li. «A temporal approach to retrenchment and successful turnaround in declining firms». *Journal of Management Studies* 52, n. 5 (2015): 647–77.
- Teece, David J. «Competition, cooperation, and innovation: Organizational arrangements for regimes of rapid technological progress». *Journal of economic behavior & organization* 18, n. 1 (1992): 1–25.
- Teodori, Claudio. *L'analisi di bilancio*. Torino: Giappichelli, 2000.
- Teodori, Claudio. *Modelli di previsione nell'analisi economico-aziendale*. Torino: Giappichelli, 1989.
- Tesorio, Tullio. «Crisi di impresa e strategie di turnaround». LUISS Guido Carli, 2019.
- Thompson, John L. *Strategic management*. Thompson learning, 2001.
- Torregrossa, Paolo. «Il valore del capitale economico e i valori globali di misurazione dell'efficienza aziendale». In *L'impresa - Economia e gestione*, a cura di Maria Martellini. Torino: G. Giappichelli, 2006.
- Tunisini, Annalisa, Tonino Pencarelli, e Luca Ferrucci. *Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale*. Milano: Hoepli, 2014.
- UNGDCEC. «Gli indicatori di allerta: osservazioni e criticità», maggio 2019.
- Unioncamere. «Startup innovative - 2° trimestre 2021». Roma: Ministero dello Sviluppo Economico, 1° luglio 2021.
- Unioncamere Lombardia. «Indicatore di accessibilità e analisi del mercato low cost in Europa», 2008.

- Valdata, Enrico. «Il budget di tesoreria». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, a cura di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi, 185. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Valdata, Enrico. «La dinamica dei flussi finanziari». In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, a cura di Luca Francesco Franceschi e Giulio Tedeschi, 156. Milano: Vita e Pensiero, 2014.
- Van de Ven, Andrew H., e Marshall Scott Poole. «Explaining development and change in organizations». *Academy of management review* 20, n. 3 (1995): 510–40.
- Vasigh, Bijan, Ken Fleming, e Thomas Tacker. *Introduction to air transport economics: from theory to applications*. Routledge, 2018.
- Viel, Jakob, Maurice Renard, Otto Bredt, e Carla Isotti. *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*. Milano: Etas Libri, 1973.
- White, Lawrence J. «Economies of scale and the question of natural monopoly in the airline industry». *J. Air L. & Com.* 44 (1978): 545.
- Wilcox, Jarrod. «Review of Corporate Bankruptcy in America». *Journal of Accountancy*, 1973, 92.
- Wilcox, Jarrod W. «The gambler's ruin approach to business risk». *Sloan Management Review* 18, n. 1 (1976): 33–46.
- Zavgren, Christine V. «Assessing the vulnerability to failure of American industrial firms: a logistic analysis». *Journal of Business Finance & Accounting* 12, n. 1 (1985): 19–45.
- Zavgren, Christine V., Michael T. Dugan, e James M. Reeve. «The association between probabilities of bankruptcy and market responses—a test of market anticipation». *Journal of Business Finance & Accounting* 15, n. 1 (1988): 27–45.
- Zmijewski, Mark E. «Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models». *Journal of Accounting research*, 1984, 59–82.