

Tesi triennale

Studentessa Camilla De Giovanni

**IL PROCESSO DI RISANAMENTO  
DELLE AZIENDE IN CRISI**

*174181*

*Relatore Prof. Tiziano Onesti*

## ***Dedica***

Dedicato ai miei genitori, che mi hanno sempre sostenuto prima moralmente e poi economicamente, sempre facendomi comprendere il valore di ogni cosa che mi circonda.

In particolare a te che mi hai insegnato cosa significa il sacrificio, a te che mi hai insegnato cos'è la vita, a te che sei il mio maestro ed io la tua allieva.

# INDICE

## *Ringraziamenti*

1. Introduzione: la genesi della crisi aziendale
2. L'analisi aziendale quale presupposto necessario per lo studio della crisi. Cause endogene, cause esogene.
3. Tipologie di crisi: economica (industriale), patrimoniale, finanziaria. Il fabbisogno finanziario.
4. Crisi d'Impresa e interventi di risanamento. La ristrutturazione del debito e i procedimenti giuridici a disposizione: focus sulla ricostituzione della continuità aziendale.
5. Il *Deployment* e *Monitoring* dei Piani di Risanamento.
6. La Legge Fallimentare, Regio Decreto 16 marzo 1942, n.267: focus su art.160, art.67, art.182 bis.
7. Esigenze informative degli stakeholder nelle imprese risanate (OIC-6).

## *Conclusioni*

## *Bibliografia*

## *Ringraziamenti*

Si ringrazia il Chiarissimo **Prof. Alberto Tron** per la professionalità con la quale ha saputo, pazientemente e sapientemente, indicarmi le giuste prospettive per analizzare un argomento così complesso e attuale.

Attraverso la Sua continua esortazione a comprendere sempre le radici del fenomeno della crisi d'impresa, sia sotto il profilo aziendalistico sia sotto il profilo del processo generale di risanamento/*turnaround*, ha saputo accompagnarmi con cortesia, rigore e disciplina.

Si ringrazia il Chiarissimo **Prof. Tiziano Onesti** per la fiducia che mi ha dato nel realizzare la tesi e per essere il mio relatore.

## **1. Introduzione: la genesi della crisi aziendale**

Le condizioni sfavorevoli dei mercati e dell'economia mondiale hanno determinato, a decorrere dalla seconda metà del 2008, una serie di conseguenze gravi sui risultati economici delle imprese con un inesorabile peggioramento della loro posizione finanziaria.

La crisi dell'economia reale, originata anche dalla crisi finanziaria, ha causato un rallentamento dell'attività produttiva delle imprese con la conseguente necessità di portare a termine i progetti avviati e di recuperare i mezzi finanziari investiti, in un contesto di crisi generale in cui è aumentata la difficoltà di incasso dei crediti verso clienti ed è divenuto più complesso e difficoltoso far fronte alle obbligazioni assunte verso i fornitori, i finanziatori, gli enti previdenziali, assistenziali nonché tributari.

Le conseguenze di tale deterioramento, quasi sempre negative per l'impresa e i suoi *stakeholder*, potrebbero sostanziarsi, per esempio, nella notevole riduzione delle risorse finanziarie, nella redditività negativa, nell'erosione delle quote di mercato, e, in ultima istanza, nell'uscita stessa dai mercati in cui l'impresa compete (<sup>1</sup>).

In tale contesto, le imprese del nostro Paese, caratterizzate, da sempre, da uno scarso grado di patrimonializzazione collegato a livelli di indebitamento (finanziario e commerciale) elevati e che, in passato, hanno fatto ampio e spesso eccessivo, ricorso alla leva finanziaria, si trovano a operare in situazioni che favoriscono il sopraggiungere di stati di crisi e/o di insolvenza.

---

<sup>1</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

Nel delineato contesto congiunturale, la sopravvivenza dell'impresa risulta più difficoltosa in ragione di fenomeni macroeconomici, della repentina trasformazione dei processi produttivi, della concorrenza globalizzata e della scarsità di meccanismi di previsione attendibili, che rendono sempre più pericolose le situazioni di squilibrio e disfunzione all'interno delle organizzazioni.

È possibile riassumere le principali prospettive secondo le quali il tema della crisi può essere affrontato <sup>(2)</sup>:

1. Prospettiva macroeconomica: la crisi è caratterizzata da livelli di attività produttiva più bassi di quelli che si potrebbero ottenere usando completamente, e in maniera efficiente, tutti i fattori produttivi a disposizione. L'attenzione è posta, quindi, sulle dinamiche delle variabili strutturali, quali il costo e la disponibilità dei fattori produttivi, lo sviluppo tecnologico e la capacità d'innovazione, i fattori ambientali e socio-politici, le dotazioni infrastrutturali, nonché la funzionalità dei mercati finanziari e la propensione al risparmio della popolazione.
2. Prospettiva settoriale: l'attenzione è rivolta alle dinamiche delle variabili sopracitate in contesti dai confini ben definiti e delineati.
3. Prospettiva aziendale: l'attenzione è rivolta ai fattori generatori di crisi e ai sistemi di previsione e soluzione della stessa nell'ambito della definizione dei confini aziendali. Gli studi riguardanti le singole realtà aziendali

---

<sup>2</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

possono essere sostanzialmente suddivisi in due sostanziali macro aree di analisi: la prima, è costituita da studi – di natura tipicamente finanziaria – incentrati sulla problematica della possibile previsione dell'insolvenza aziendale; la seconda, è invece rappresentata da quell'insieme di contributi che indagano le cause della crisi d'impresa – con la sottesa valutazione della possibilità d'interventi di ristrutturazione aziendale – in termini di più spiccata natura strategico-manageriale.

Le succitate prospettive possono essere ricondotte, nell'ambito di una concettualizzazione più operativa che teorica, a due classi di crisi:

- *La crisi di settore o aziendale;*
- *La crisi finanziaria o patrimoniale.*

La *crisi di settore* è sicuramente riconducibile alle tre prospettive teoriche riassunte in precedenza. Essa, infatti, può aversi sia perché l'attività aziendale è sviluppata su un mercato obsoleto, quanto perché l'azienda assiste a una contrazione della domanda che la costringe a riposizionarsi su nuovi, più bassi, livelli di produzione e operatività.

La crisi per obsolescenza di mercato è, naturalmente, la più grave. Il superamento della tecnologia o il cambiamento nelle abitudini dei consumatori pone l'azienda in un mercato sempre più contratto e destinato a esserlo sempre di più. In tal caso, il management o la proprietà aziendale dovranno necessariamente attuare strategie di turn-around per riconvertire l'attività aziendale.

Nel caso di contrazione del mercato, invece, l'azienda può mantenere un buon livello di volume d'affari, ma dovrà porre in essere uno sforzo strategico che permetta la diversificazione su più mercati, onde ridurre il rischio di ulteriori contrazioni, spostando gli investimenti in aree a più elevata crescita.

La *crisi aziendale* <sup>(3)</sup> può, invece, dipendere da molteplici fattori, quali per esempio:

- posizionamento sul mercato con errato tempismo: l'impresa può arrivare in ritardo rispetto ai competitor, oppure in eccessivo anticipo. In entrambi i casi, gli investimenti sostenuti non danno l'esito sperato in termini di fatturato procurato.
- organizzazione interna insufficiente: l'azienda può soffrire la mancanza di un adeguato controllo sulla gestione o di cultura manageriale non orientata al continuo monitoraggio delle performance reddituali o finanziarie.

La *crisi di natura finanziaria o patrimoniale* <sup>(4)</sup> segue, in linea generale, le precitate situazioni di crisi. Una gestione economica dove si contraggono perdite o una gestione scorretta delle fonti di finanziamento dell'attività aziendale sono le principali cause che possono influenzare negativamente il risultato economico dell'azienda.

---

<sup>3</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

<sup>4</sup> L'analisi dello stato di crisi aziendale può essere svolta, come comunemente espresso dalla letteratura, partendo da dati di bilancio e attraverso l'analisi per indici o flussi. La cosiddetta analisi finanziaria è necessaria al fine di comprendere le ragioni e la genesi della crisi, oltre a indicarne le possibili soluzioni.



In particolare, alcuni esempi di crisi finanziaria possono essere dati da <sup>(5)</sup>:

- Lo squilibrio temporale tra investimenti e fonti di finanziamento: nello specifico, investimenti non finanziati da coerenti fonti di finanziamento di medio lungo periodo, ma utilizzando forme di finanziamento di breve periodo (scoperto di conto corrente, maggiori dilazioni sui pagamenti dei fornitori, ecc);
- Sovradimensionamento degli investimenti: seppure finanziati da fonti coerenti all'iniziativa, che non producono adeguati livelli di fatturato e marginalità, in grado di ripagare la fonte di finanziamento pre- scelta.

## **2. L'analisi aziendale quale presupposto necessario per lo studio della crisi. Cause endogene, cause esogene.**

Un'importante funzione dell'analisi dei dati aziendali è quella dello studio e monitoraggio delle tendenze di elementi economici e finanziari e dell'impostazione delle previsioni su modelli che permettano di conoscere e interpretare preventivamente eventuali fattori di crisi, allo scopo di impostare politiche idonee a superarli.

Le tipologie di analisi aziendali sono molteplici e possono essere di tipo storico o, di tipo previsionale, possono essere per flussi o per

---

<sup>5</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

indici, possono riguardare l'andamento dei mercati e il riposizionamento dell'impresa sugli stessi ecc.

Le analisi aziendali nel corso della gestione, soprattutto se condotte in modo continuativo e sistematico, sono fondamentali al fine di individuare l'esistenza di squilibri gestionali potenzialmente in grado di generare condizioni patologiche dell'impresa. Esse, infatti, oltre a permettere l'individuazione di stati di difficoltà temporanea dell'impresa, consentono di individuare concretamente le cause al fine di impostare correttamente la scelta delle soluzioni volte a evitare la degenerazione dello stato critico in una situazione patologica. Le analisi sono altresì utili per una corretta impostazione della gestione e della pianificazione aziendale.

Una volta, quindi, che l'analisi aziendale abbia consentito di individuare compiutamente le cause genetiche della situazione critica o patologica dell'impresa, dovrà essere svolto un esame sulle modalità di ristrutturazione e sulle quantità e qualità delle fonti finanziarie a disposizione e di quelle necessarie per il risanamento.

Peraltro, oltre a tale tipo di analisi, si deve evidenziare la rilevanza di una necessaria indagine volta all'esame dell'andamento economico generale o settoriale del comparto in cui opera l'impresa; detto esame, infatti, è indispensabile per formulare corrette ipotesi su attese di ricavi o di flussi finanziari futuri.

Una corretta indagine deve evidenziare la situazione attuale, ossia come si posiziona l'impresa nello scenario dei mercati in cui opera; la conoscenza di tale situazione consente, infatti, la formulazione di valide diagnosi e l'impostazione di adeguati piani.

La gestione aziendale, anche in situazione normale, comporta inevitabilmente una serie di piccoli squilibri aziendali, quasi fisiologici, che si ripetono nel tempo. Queste situazioni critiche non necessariamente sfociano in dissesti evidenti per tutti gli stakeholder. Va però detto che la struttura aziendale è sicuramente posta sotto stress da questi continui, seppur piccoli, momenti di criticità. Ma, soprattutto in presenza di un management accorto, è possibile riuscire a governare tali squilibri in modo da evitare situazioni di maggiore instabilità <sup>(6)</sup>.

Ciò premesso, le cosiddette patologie aziendali, presenti normalmente nella vita delle aziende, si manifestano all'esterno solo quando entrano in quella che è la fase acuta. Dallo stato di gravità di una crisi ne deriverà un giudizio specifico, da parte del soggetto economico dell'impresa, circa la sua reversibilità.

Le dinamiche temporali della crisi possono suddividersi in quattro distinti stati specificamente identificabili: incubazione, manifestazione, squilibrio finanziario, esplosione.

Nel periodo d'incubazione, i fattori oggettivi di declino dell'impresa generano dei segnali di squilibrio rilevabili tramite gli indici statici e di flusso utilizzati in analisi finanziaria, che possono evidenziare le condizioni critiche e di crescente instabilità in cui versa l'impresa. È comunemente riconosciuta la rilevante utilità di impostare un sistema di check-up preventivo rispetto a situazioni di crisi aziendale, impostato principalmente sull'analisi quantitativa del bilancio e sulla ricostruzione dei flussi che caratterizzano la gestione. Un efficace sistema di controllo di gestione permetterà

---

<sup>6</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

una tempestiva individuazione delle criticità fornendo spunti per le aree di intervento.

Nella fase di manifestazione, la perdita di flussi reddituali e di valore del patrimonio aziendale viene esplicitata dai dati consuntivi di bilancio.

Gli stati di squilibrio finanziario e di esplosione costituiscono la crisi vera e propria, che potrà sfociare in dissesto. Lo squilibrio finanziario è la manifestazione all'esterno del grave momento di difficoltà che l'azienda sta vivendo, attraverso le perdite reddituali evidenziate dai flussi di cassa e la perdita di fiducia dell'ambiente di riferimento. L'esplosione, invece, è il momento in cui l'insolvenza e il possibile dissesto raggiungono gli stakeholder aziendali (<sup>7</sup>).

#### Le cause interne (o endogene)

Le cause interne o endogene generatrici di crisi sono comunemente definite in letteratura come errori compiuti in sede di definizione dell'orientamento strategico dell'azienda e/o di particolari politiche gestionali di quest'ultima. In quest'ottica può essere inserita la distinzione tra crisi di nascita e crisi di gestione.

La prima si riferisce agli errori compiuti nella strutturazione di una nuova impresa, che inizia la sua attività con posizioni di mercato deboli e risorse insufficienti. La seconda è riferibile agli eventi verificatisi nel corso della vita aziendale, e più precisamente

---

<sup>7</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

all'incapacità di avviare i cambiamenti necessari per fronteggiare i mutamenti dell'ambiente esterno.

- *Crisi da inefficienza*. È questo il caso in cui particolari settori dell'attività aziendale non forniscono delle prestazioni conformi alla media della concorrenza, situazione rinvenibile soprattutto nella gestione operativa. Generalmente, è l'area della produzione quella maggiormente coinvolta, a causa di una strumentazione obsoleta, dell'incapacità o della scarsità di manodopera, di un impiego di tecnologia non adeguata. A tal proposito, l'intensità dell'inefficienza operativa si può determinare sia a livello di costi di prodotto che a livello d'indici d'inefficienza. L'inefficienza non è comunque da considerarsi soltanto nella funzione operativa, perché anche nel settore amministrativo, per esempio, si possono segnalare situazioni pressoché simili, dovute a carenze più o meno gravi del sistema informativo. Ciò nondimeno, si possono avere inefficienze nel settore organizzativo nella misura di errate programmazioni a breve, a medio e a lungo termine. Non sembrano potersi trascurare, infine, le inefficienze della gestione finanziaria nel contrattare l'ottenimento di credito sul mercato e nella programmazione d'investimenti di capitale attraverso strumenti finanziari dal ritorno economico da ritenersi perlomeno improbabili.
- *Crisi legata alla sovraccapacità*. L'origine di questo tipo di crisi può essere diversa, potendosi verificare innanzitutto una sovraccapacità produttiva a livello di un intero settore, comportante una riduzione del volume di domanda per

l'azienda, con la conseguente caduta della dimensione reale dei ricavi.

- *Crisi legata ai prodotti.* Tale tipologia sembra strettamente legata alle già descritte crisi da inefficacia. Si tratta in questo caso dell'inefficacia nell'offerta del mix di prodotti rispetto a quello della concorrenza che si concretizza, sotto il profilo commerciale, con la tendenza a perdere quote di mercato, mentre, sotto quello contabile, con la riduzione del margine lordo industriale oltre una certa soglia.
- *Crisi legata alla carenza di pianificazione e innovazione.* Talvolta le imprese si pongono come obiettivo quasi unico il conseguimento di risultati nel breve termine, trascurando la preparazione delle condizioni necessarie per ottenere risultati anche nel lungo periodo. La conseguenza può essere un progressivo peggioramento delle capacità di reddito e, dunque, della capacità di resistere sul mercato alle inevitabili fasi di difficoltà. Quasi tutte le imprese colpite da declino e/o crisi mostrano carenze nella pianificazione strategica. Anche la mancanza d'innovazione può rivelarsi letale: sia nelle piccole aziende, dove essa è associabile alla capacità imprenditoriale stessa, che nelle grandi imprese, dove la ricerca di nuove combinazioni produttive è affidata alla funzione di ricerca e sviluppo

### Le cause esterne (o esogene)

Tra le cause esterne o esogene, quali possibili errori strategici caratteristici la crisi aziendale, è importante fare riferimento alle cosiddette trappole della crescita. Alcuni squilibri delle imprese

sono, infatti, collegati alla loro crescita, nel momento in cui essa è determinata da obiettivi e modalità errate. Il percorso di crescita della struttura aziendale comporta l'assunzione consapevole di rischi elevati e volontari, in contrapposizione a quelli necessari per lo sviluppo. In tale ambito, è comunemente accettata l'enunciazione delle possibili problematiche riguardanti la crescita aziendale e si distinguono dunque: i) crescite non pianificate razionalmente contenenti errori rilevanti per la loro attuazione; ii) crescite troppo veloci in rapporto alla dimensione iniziale della struttura aziendale, che richiedono un eccessivo indebitamento e relativi squilibri finanziari; iii) crescite legate a interessi personali dei manager e non attinenti a precise finalità dell'impresa.

Nelle situazioni di crisi a matrice esterna, i fattori influenzanti la situazione di crisi non sono controllabili dal vertice aziendale. Come detto, tali crisi, coinvolgono uno o più settori economici così come i comparti di appartenenza. Una suddivisione condivisa in letteratura circa le cause scatenanti di una crisi di questo tipo può essere la seguente:

- crisi economiche: calo della domanda, incremento della disoccupazione, aumento dei prezzi delle materie prime;
- crisi ecologiche: legate a fenomeni dannosi per l'ambiente e che hanno ripercussione sull'operato delle aziende;
- crisi catastrofiche: collegate a eventi naturali accidentali che arrecano danno al tessuto economico della zona colpita.

Un altro problema è quello dei ritmi frenetici cui le aziende devono far fronte nel proprio percorso di crescita. In questo caso può sorgere il problema della redditività di breve periodo, a fronte di rilevanti investimenti in intangibile asset e, soprattutto, a fronte del

costo elevato della raccolta di capitali, il reddito iniziale è molto limitato, quando non addirittura nullo.

Nel caso opposto, cioè di aziende dotate di alta disponibilità di capitali da investire, si può presentare un diverso problema. In particolare, taluni manager attratti da una maggiore visibilità e da più ingenti guadagni, possono avviare le strutture organizzative verso uno sviluppo forzato lontano dal core business, per via della facilità con la quale possono porre in essere operazioni di fusione e acquisizione. Il peso di queste scelte può tradursi in una deviazione rilevante delle finalità dell'impresa dagli obiettivi iniziali di redditività a medio/lungo termine e contemporaneo controllo del rischio (<sup>8</sup>).

Sembra opportuno considerare come le situazioni patologiche sino a qui qualificate come crisi da fattori interni possano essere talvolta aggravate dal cambiamento dell'ambiente competitivo in cui le imprese operano. Come illustrato in precedenza, è comune il tentativo di separare concettualmente le crisi in base alla natura dei fattori scatenanti: esterni o interni.

Per quanto riguarda le crisi che hanno la propria genesi da una causa esterna, è ampiamente riconosciuta la posizione che individua negli elementi macroeconomici, i principali fattori di propensione alla crisi per le singole imprese. Tra questi ricordiamo: i mercati finanziari, che se deboli non spingono le imprese a quotarsi in Borsa e al contempo non fomentano la capitalizzazione delle società; le eventuali carenze e inefficienze dei sistemi bancari, come gli alti costi di accesso ai finanziamenti;

---

<sup>8</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore



le possibili oscillazioni dei sistemi di cambio; la *carezza di infrastrutture essenziali*; la *tensione negli scenari politici*.

Per quanto riguarda i fattori macroeconomici di settore, le crisi possono «essere prodotte da fenomeni economici, da fattori ecologici e da eventi catastrofici, volendo con questa distinzione accennare all'elemento scatenante ma non esclusivo delle situazioni di crisi ricomprese in questa classe».

È possibile asserire che, in merito a una situazione patologica aziendale, «occorre ricercare non solo e non tanto le cause, magari remote, che l'hanno determinata, quanto i motivi che allo stato, non consentono all'impresa di superarla».

La crisi ha natura finanziaria quando è dovuta al fatto che l'impresa non ha, né riesce a procurarsi, mezzi finanziari adeguati per quantità e qualità alle esigenze di una gestione che altrimenti sarebbe economicamente equilibrata. Questo tipo di patologia si manifesta soprattutto nella forzata rinuncia (dovuta a una mancanza di adeguati finanziamenti) a investimenti necessari per la remunerazione o, più semplicemente il recupero, di investimenti precedentemente posti in essere.

Oltre alla crisi di natura finanziaria, possiamo avere la crisi di natura economica che deriva da circostanze sfavorevoli inerenti la domanda dei beni o servizi oggetto della produzione dell'impresa. All'azienda viene dunque imposta una ristrutturazione, come si vedrà nel prosieguo, non di tipo finanziario, come avviene per le crisi di natura finanziaria appunto, ma di tipo economico.

Infine, le due succitate cause possono coesistere tra loro. Dove lo squilibrio economico dell'esercizio è imputabile soprattutto agli alti

oneri finanziari causati da un notevole indebitamento, ai quali l'impresa contrappone solo parzialmente investimenti produttivi, che remunerano in maniera soddisfacente il capitale effettivamente impiegato. Quest'originale situazione patologica può essere recuperata soltanto alleggerendo il peso dei debiti, cancellandone e riducendo il costo di alcuni, oltre che dilazionando la scadenza di altri.

Il declino e la crisi, dunque, nella maggior parte dei casi, sono determinati dal contemporaneo operare di fattori scatenanti, siano essi interni o esterni, che spesso sovrapponendosi nel tempo danno luogo a risultati negativi.

### **3. Tipologie di crisi: economica (industriale), patrimoniale, finanziaria. Il fabbisogno finanziario**

Qualsiasi attività d'impresa, sia essa privata che pubblica, opera sempre in condizioni di incertezza che sono alla base del rischio di impresa. Con riferimento alle condizioni d'incertezza, esse possono distinguersi in:

- oggettive: se riconducibili a uno stato di fatto nei confronti del quale tutte le imprese sono poste sullo stesso piano. È il caso di condizioni correlate alla congiuntura economica positiva o negativa del mercato in cui si opera;
- soggettive: nel caso in cui le condizioni di incertezza sono collegate alle conoscenze e competenze del management nonché a contingenze che rientrano nella sfera della

specifica realtà aziendale. Si fa riferimento al rischio finanziario, al rischio patrimoniale e al rischio economico.

L'impresa, nel continuo svolgimento della propria gestione, persegue in modo dinamico un tendenziale equilibrio economico prospettico quale migliore prevenzione della crisi.

A tale condizione concorrono tre fattori fondamentali (<sup>9</sup>):

- **l'equilibrio economico (industriale)**, inteso come l'attitudine che, non verificandosi una determinata ipotesi, si abbiano conseguenze sfavorevoli per il soggetto che l'ha formulata, può essere intesa come sinonimo di rischio, nella più ampia accezione del termine. In pratica, si ha il rischio ogniqualvolta, di un certo evento, può essere razionalmente formulata una prospettiva di danno. Nel concetto di rischio è presente l'azione di agenti esterni a un determinato soggetto, sia che questo compia delle azioni, sia che resti inerte. Nel primo caso, potendo l'attività essere programmata, l'idea del rischio è associata all'eventualità di uno scostamento dei dati reali da quelli ipotizzati; nel secondo, alla possibilità di una sopravvenienza negativa. Il rischio scaturisce dall'accostamento di due fenomeni, oggettivo il primo, soggettivo il secondo: il mutevole manifestarsi degli eventi e l'incapacità umana di prevedere tali mutamenti. Esso si fonda generalmente su una duplice possibilità: a) che un certo fenomeno si manifesti; b) che, manifestandosi, non abbia i requisiti ipotizzati in sede di formulazione di piani. Presenta, pertanto, una problematica complessa nella quale

---

<sup>9</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

si compendiano elementi di opposta natura» dell'impresa a produrre con continuità un flusso di reddito soddisfacente in una prospettiva di lungo periodo;

- **l'equilibrio finanziario**, consistente nel perseguimento della solvibilità aziendale, sia per sopravvivere nel presente che per far fronte ai fabbisogni di capitali futuri scaturente dallo sviluppo dell'impresa nel lungo periodo;
- **l'equilibrio patrimoniale**, inteso come attitudine dell'impresa a mantenere una solidità patrimoniale necessaria a garantirle l'esistenza, lo sviluppo e la crescita attraverso il bilanciamento tra investimenti e finanziamenti, cercando di limitare la dipendenza finanziaria da terze economie.

Il raggiungimento prospettico di un equilibrio economico-finanziario e patrimoniale è alla base dell'attività gestionale di ogni impresa; infatti, è proprio la perdita di capacità reddituale unita all'accrescimento dei rischi, che determina una rottura di tali equilibri e il verificarsi di una situazione di declino con il conseguente degenerare nello stato di crisi che ne costituisce la fase acuta <sup>(10)</sup>.

### Il fabbisogno finanziario

---

<sup>10</sup> A questi concetti classici di equilibrio, si aggiunge **l'equilibrio organizzativo**, ovvero di stato economicamente e socialmente utile in cui deve trovarsi il sistema aziendale. Affinché si abbia equilibrio organizzativo due sono gli elementi da equilibrare: il valore percepito dal lavoratore circa il proprio contributo recato all'impresa; il valore attribuito a tale contributo dal datore di lavoro. Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

L'ampiezza del fabbisogno di capitale è funzione non solo dell'andamento dei flussi di entrate monetarie per ricavi conseguiti, ma anche della sequenza dei costi di esercizio, e, quindi, della mutevole combinazione di questi flussi nel tempo.

La dinamica, i termini e le condizioni dell'insieme dei flussi di cassa, derivanti dalla gestione ordinaria d'impresa, determinano un'alea per il risultato d'impresa; esso è, infatti, anche funzione del modo in cui si combinano e si rapportano le fonti e i fabbisogni finanziari.

L'area finanziaria può accrescere la variabilità del reddito e, quindi, il rischio complessivo, unendo al "rischio operativo" un rischio finanziario derivante dalla non perfetta corrispondenza, in termini di durata, parametri finanziari, ecc., tra le attività da finanziare e le corrispondenti modalità di copertura (<sup>11</sup>).

I fabbisogni finanziari e le fonti di finanziamento devono allora correlarsi in modo tale da consentire un efficiente equilibrio economico, patrimoniale e monetario all'impresa.

La struttura finanziaria, in particolare, deve essere calibrata in modo da evitare il verificarsi, da un lato, di crisi di liquidità e, dall'altro, di situazioni di disponibilità monetarie in misura eccedenti a quelle necessarie per la gestione. In effetti, carenze di liquidità potrebbero determinare concrete difficoltà di attuazione di politiche di investimento e di rimborso dei debiti in scadenza.

Al fine di evitare situazioni di disequilibrio finanziario sarà necessario individuare i diversi fabbisogni finanziari dell'impresa

---

<sup>11</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

ed eseguire la migliore correlazione possibile con le fonti di finanziamento disponibili.

Nella determinazione di un complessivo fabbisogno finanziario possiamo, in prima approssimazione, individuare un fabbisogno durevole e un fabbisogno temporaneo.

In linea teorica, la parte durevole dovrebbe coincidere con il capitale fisso, ossia con gli investimenti in immobilizzazioni, mentre la parte temporanea dovrebbe coincidere con il capitale circolante il quale è costituito da diverse componenti del patrimonio aziendale - da scorte di materie prime, semilavorati e prodotti finiti, da crediti commerciali verso clienti, da debiti commerciali verso fornitori e da altre attività finanziarie, quali cassa, banca e altri mezzi monetari <sup>(12)</sup>.

L'individuazione della componente durevole e temporanea del fabbisogno finanziario assume grande rilevanza nella formazione di una conveniente struttura finanziaria, la quale deve tendere a far coincidere le acquisizioni e i rimborsi di mezzi finanziari, al fine di evitare deficienza di capitale o il formarsi di una disponibilità monetaria giudicata eccedente rispetto alle effettive necessità dell'impresa.

La scelta delle fonti di finanziamento, partendo dalla previsione del fabbisogno finanziario, deve poter ottimizzare le possibilità offerte

---

<sup>12</sup> È opportuno precisare che il fabbisogno finanziario durevole deve comprendere anche il livello minimo economico delle scorte di materie prime e prodotti, alcuni dei crediti commerciali verso la clientela e della liquidità, ovvero quei beni patrimoniali che consentono di svolgere regolarmente l'attività d'impresa. Infatti, presi nel loro insieme, come investimenti di mezzi finanziari, si nota che una certa quantità deve rimanere durevolmente in azienda; tale quantità, quindi, costituisce un fabbisogno durevole, sia pure relativo a beni del capitale circolante. Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

dal mercato finanziario in funzione degli obiettivi di economicità, omogeneità, flessibilità ed elasticità della gestione finanziaria nel suo complesso tenendo sempre presente, comunque, la correlazione che deve esistere tra la durata degli investimenti e quella dei finanziamenti. Nella combinazione delle varie categorie di fonti, il fabbisogno finanziario durevole dovrebbe essere coperto mediante capitale proprio e finanziamenti a lunga scadenza e il fabbisogno temporaneo mediante finanziamenti a breve durata.

Tale affermazione ha carattere di mera tendenza perché astrae dalle variabili condizioni dei mercati monetari e finanziari su cui l'impresa in concreto negozia i propri finanziamenti. Può accadere, quindi, che il fabbisogno durevole sia in parte coperto, anche per periodi non brevi, mediante finanziamenti a breve, a causa dell'impossibilità o dell'inopportunità di acquisire finanziamenti con il vincolo di proprietà o di credito a lunga scadenza.

Viceversa, può accadere che il capitale proprio e i debiti a lungo termine possano superare il fabbisogno durevole. Quest'ultima circostanza avviene qualora il fabbisogno temporaneo, in alcune sue frequenti punte sia particolarmente elevato rispetto a quello durevole e, allo stesso tempo, il credito a breve sia eccessivamente oneroso o presenti dei rischi di venire a mancare.

Il fatto che il fabbisogno si possa caratterizzare in relazione alla durata e alla stabilità degli impieghi e delle fonti di finanziamento consente di ricercare la coerenza fra ciclo temporale delle attività e delle passività; nella sostanza ciò significa per le imprese la

necessità di poter disporre dei fondi quando necessario e avere un piano di rimborso in linea con l'esaurirsi del fabbisogno <sup>(13)</sup>.

### Interdipendenza e complementarità delle diverse fonti di finanziamento dell'impresa

Come abbiamo avuto modo di verificare nei paragrafi precedenti, la combinazione tra capitale di rischio e di credito è un processo complesso che richiede un esame della gestione economica e finanziaria dell'impresa.

Il finanziamento, infatti, rappresenta un momento fondamentale nella vita di un'impresa che deve essere coordinato con tutte le restanti problematiche.

Si tratta di decisioni di carattere unitario che devono tenere conto di tutte le circostanze che possono portare all'una o all'altra soluzione tra le quali il costo del finanziamento, il fattore rischio e redditività, gli interessi del soggetto economico, le situazioni presenti e prospettive dei mercati monetari e finanziari nei quali insiste l'impresa. Alla definizione dell'ottimale Struttura Finanziaria (SF) di un'impresa è di fondamentale ausilio l'analisi finanziaria della medesima; essa avviene attraverso un processo di riclassificazione dello stato patrimoniale in categorie omogenee che rappresentano le fonti delle risorse e i relativi impieghi.

---

<sup>13</sup> Per esempio, una forma di finanziamento "auto-liquidante" ancorata ai crediti commerciali consente di rispondere a un'espansione stagionale del fabbisogno; e ancora, un mutuo di durata pluriennale è adatto a fare fronte al finanziamento di un impianto, anch'esso di durata pluriennale, che porrà a carico degli esercizi futuri ammortamenti consistenti che si tradurranno in autofinanziamento della gestione caratteristica mettendo a disposizione i flussi necessari per il servizio del mutuo. Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore



Dal confronto di tali categorie emerge un giudizio sulla struttura finanziaria e si desumono le azioni volte a condurre o mantenere la struttura stessa in condizioni di equilibrio. L'analisi, di norma, prende le mosse dalla nota relazione:

$$\mathbf{IN + S + AF + AL = P + Dml + Db}$$

dove:

- **IN** = sono le immobilizzazioni materiali (impianti, macchinari, terreni, fabbricati ecc.);
- **S** = rappresenta le scorte di materie prime, semilavorati, prodotti finiti al netto delle poste rettificative;
- **AF** = indica le attività finanziarie senza funzione monetaria, rappresentate da crediti originati dal ciclo di produzione e dalle attività finanziaria, come i titoli, non esprimenti un potere immediato di acquisto, sempre al netto delle poste rettificative;
- **AL** = rappresenta le attività con funzione monetaria (attività liquide), quali la cassa e i depositi bancari;
- **P** = indica il patrimonio, ovvero le risorse permanenti acquisite con il vincolo del capitale di rischio, quali il capitale sociale, le riserve, gli utili capitalizzati;
- **Dml** = corrisponde ai debiti a medio e lungo termine, o consolidati, quali le obbligazioni o i mutui;
- **Db** = indica i debiti formalmente a breve termine, come i prestiti concessi dalle banche, ovvero impegni verso i fornitori.

La configurazione che la struttura finanziaria potrà assumere nelle combinazioni operative d'impresa è schematicamente riassumibile

in una delle tre alternative qui di seguito esposte e rappresentate nelle tavole 1, 2 e 3 <sup>(14)</sup>.

Tavola 1 – Ipotesi di margine di struttura positivo:

|                         |                      |
|-------------------------|----------------------|
| IN                      | P                    |
|                         | margine di struttura |
| S<br>+<br>AF<br>+<br>AL | Dml<br>+<br>Db       |

Se il patrimonio eccede il valore impegnato nelle immobilizzazioni nette, il margine di struttura finanziario misura appunto tale differenza data dalla relazione  $P - IN$ . L'esistenza di un margine di struttura, come illustrato nella figura, permette di assicurare la copertura della quota di fabbisogno durevole mediante il patrimonio.

Tavola 2 – Ipotesi di fondo di rotazione positivo:

|                         |                                 |
|-------------------------|---------------------------------|
| IN                      | P<br>+<br>Dml                   |
|                         | Fondo di rotazione con $P < IN$ |
| S<br>+<br>AF<br>+<br>AL | Db                              |

Se il patrimonio è inferiore alle immobilizzazioni nette, ma il capitale permanente (costituito dal patrimonio e dai debiti a medio

<sup>14</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

e lungo termine) garantisce comunque la copertura degli immobilizzi, si definisce fondo di rotazione la differenza:

$$(P + Dml) - IN.$$

Il fondo di rotazione, o *working capital*, in virtù del vincolo di bilancio, risulta uguale al capitale circolante netto (CCN), cioè a

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

L'ipotesi fondamentale di rotazione positiva, quale quello in esame, implica che l'impresa presenti egualmente condizioni di equilibrio finanziario, anche se questo è solo parziale a causa della relativa carenza di patrimonio, circostanza evidenziata da un margine di struttura negativo.

Tavola 3 – Ipotesi di capitale circolante netto negativo:

|                         |               |
|-------------------------|---------------|
| IN                      | P<br>+<br>Dml |
|                         | CCN < 0       |
| S<br>+<br>AF<br>+<br>AL | Db            |

Se il patrimonio è inferiore al valore delle immobilizzazioni materiali si evidenzia sia il maggiore ammontare dei fabbisogni di capitali durevoli rispetto ai finanziamenti permanenti, sia la prevalenza dei debiti a breve rispetto al capitale circolante lordo, essendo in tale caso  $S + AF + AL < Db$ : tale situazione genera un capitale circolante netto negativo (CCN < 0).

In tali condizioni, i debiti a breve termine divengono sostanzialmente immobilizzati a motivo dell'impossibilità

dell'azienda debitrice di ridurre il volume di IN senza provocare l'arresto del processo produttivo.

I punti di debolezza dell'impresa possono essere sanati mediante apporti di capitale proprio o tramite consolidamento della provvista. Presupposto indispensabile alle manovre in oggetto è costituito dalla capacità di reddito prospettica.

Le potenzialità di riduzione dell'indebitamento dipendono dall'attitudine della gestione a generare utili e *cash flow*, condizione fondamentale per poter allontanare il rischio di insolvenza.

Il progressivo deterioramento della relazione tra fonti e fabbisogni, con il passaggio da un margine di struttura e un fondo di rotazione positivi a un margine di struttura negativo, fino a un capitale circolante netto negativo, corrisponde a un proporzionale aumento dell'immobilizzo dei finanziamenti attinti, a prescindere dalla loro durata formale. Accade, così, un progressivo coinvolgimento del finanziatore nelle vicende dell'impresa affidata, situazione che non manifesta del tutto i propri effetti sino a che permangono condizioni prospettiche di profitto, ma esprime per intero la propria precarietà allorché queste vengono meno.

La flessione della redditività aziendale comporta l'impossibilità per l'impresa di far fronte alla restituzione del capitale preso a prestito e degli interessi accessori.

In estrema sintesi, quindi, il fabbisogno finanziario in un'impresa sarà generato per effetto delle seguenti componenti <sup>(15)</sup>:

---

<sup>15</sup> Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore

- acquisto dei fattori di produzione (attività reali immesse nel processo produttivo);
- dinamiche finanziarie proprie del ciclo produttivo (disponibilità liquide, crediti di finanziamento ecc.).

A questi fabbisogni di capitali devono essere opportunamente correlati i finanziamenti che servono per fronteggiare, quindi, le occorrenze di mezzi originati dalle varie operazioni in corso.

Le modalità di copertura dipendono essenzialmente dalla durata dei fabbisogni finanziari: è necessario che la natura del vincolo temporale dei capitali affluiti a vario titolo alla gestione (capitale di rischio, capitale di finanziamento a lungo termine, dilazioni di pagamento, facilitazioni varie, credito bancario ecc.) risulti sempre compatibile con la dinamica delle scadenze finanziarie delle attività aziendali.

In definitiva, la struttura ottimale di raccordo tra le fonti e gli impieghi delle risorse finanziarie prescrive che, a fronte di un fabbisogno a carattere temporaneo, vi sia un indebitamento a breve, che è, per definizione, modificabile con prontezza.

Le occorrenze durevoli trovano, invece, nel patrimonio e nell'indebitamento a prorata scadenza (mutui, emissioni obbligazionarie ecc.) la fonte prima di copertura. In base alla prevista dinamica, da un lato, del fabbisogno e, dall'altro, delle condizioni di acquisizione delle risorse finanziarie vanno individuate le possibili alternative nella struttura finanziaria dell'impresa; nell'ambito di queste alternative dovrà scegliersi la più conveniente, tenuto conto dei vincoli interni ed esterni posti dall'indebitamento in essere.

Si tratta, in sostanza, di individuare il rapporto ottimale tra capitale di credito e capitale proprio, la leva finanziaria o grado di leverage e, per quanto riguarda il primo, vale a dire le fonti esterne di finanziamento, il peso delle varie forme di raccolta offerte all'impresa dal mercato.

Il costo delle varie opzioni, l'efficienza dei mercati nonché l'eventuale esigenza di conservare il controllo dell'azienda rappresentano ulteriori elementi che condizionano le scelte finanziarie.

Nella realtà operativa può accadere di individuare strutture finanziarie che comportano costi relativamente contenuti, ma che evidenziano rischi particolari connessi a rigidità specifiche, come nei casi di elevata probabilità d'inaridimento improvviso di alcune fonti <sup>(16)</sup>.

---

<sup>16</sup> Altri rischi (e costi) possono derivare dall'instabilità e dalla difesa degli assetti azionari e, più in generale, dalla difficoltà via via crescente di dilatare il leverage aziendale, di pari passo ad aumenti più o meno rapidi e inevitabili del fabbisogno di capitale. Alternativamente, vi saranno strutture di finanziamento che, pur avendo un costo relativamente alto, potranno presentare vantaggi legati a una maggiore elasticità, a una più facile dilatazione dell'indebitamento senza un sensibile aggravio di costo ecc. Da: Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore.

#### **4. Crisi d'Impresa e interventi di risanamento. La ristrutturazione del debito e i procedimenti giuridici a disposizione: focus sulla ricostituzione della continuità aziendale.**

---

Le imprese in crisi possono agire, generalmente contemporaneamente, su più fronti quali:

- effettuare drastiche scelte di gestione tipica;
- effettuare scelte di natura finanziaria, in particolare la rinegoziazione dell'indebitamento oneroso, senza escludere nuovi apporti di capitale;
- porre in liquidazione singoli elementi del patrimonio, specie se non connessi alla gestione caratteristica;
- attuazione di un "piano di risanamento" dell'azienda, acclarata la sussistenza di seri presupposti per il rilancio dell'attività aziendale;
- cessione parziale o totale dell'azienda.

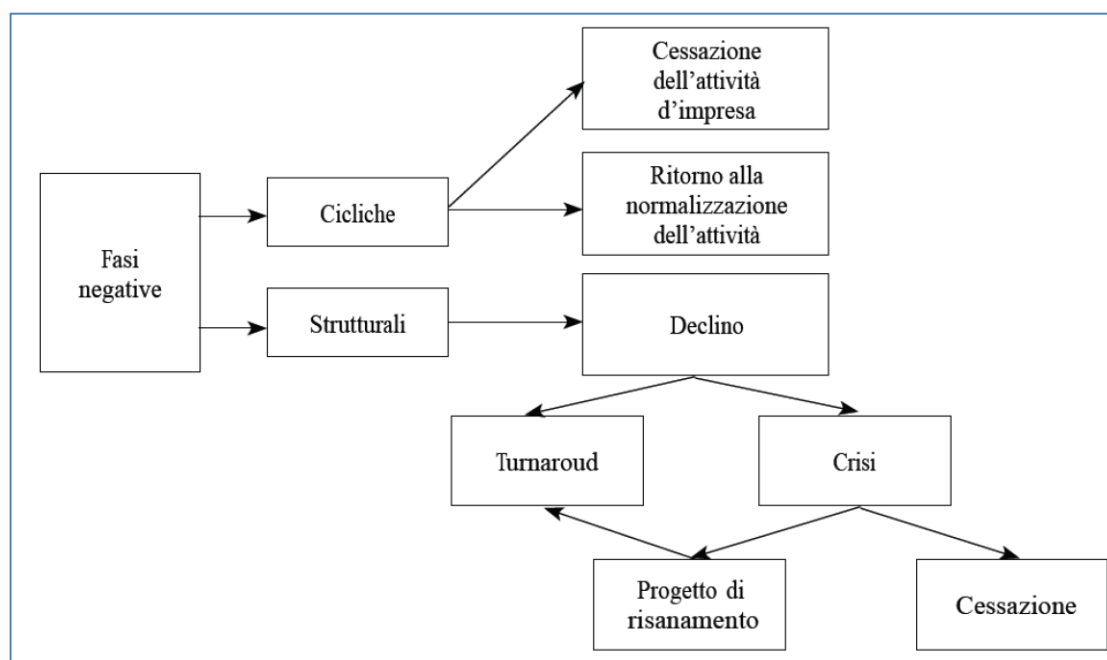
La scelta imprenditoriale dovrebbe ricadere sull'alternativa che presenti il minore onere in termini di differenza tra il valore dell'impresa in crisi e il valore successivo a ogni singola scelta.

Il processo di risanamento deve portare alla definizione della migliore ristrutturazione possibile una volta ristabilite le condizioni di economicità dell'impresa.

È importante, innanzitutto, differenziare il concetto di risanamento aziendale da quello di *turnaround*. Quest'ultimo, infatti, è riferito agli interventi che vengono posti in essere durante la fase di declino, ma prima del concludersi della crisi oppure una volta ristabilite le condizioni base di economicità; il processo di

risanamento ha, invece, luogo in seguito alla proclamazione della crisi e si caratterizza, in genere, alla presenza di sintomi di assoluta emergenza dalla richiesta di sacrificio a tutti i soggetti coinvolti.

Tavola 4 – Il percorso di sviluppo delle fasi della crisi di impresa e del suo risanamento



*Fonte: adattamento da L.Guatri, Turnaroud, tratto da A. Mazzoleni – E. Giacosa.*

In entrambe le ipotesi, nell'ottica di riposizionamento sul mercato delle imprese in crisi, è necessaria una tempestiva percezione dello stato di crisi che si concretizza, all'interno dell'azienda, in una sensibile e critica analisi delle cause che hanno determinato tale situazione (cd. stato di allerta).



La gestione di una situazione di crisi, infatti, è caratterizzata dall'incapacità dell'impresa di creare valore con la normale gestione operativa e ha come punto cruciale la comprensione della reversibilità o irreversibilità della stessa. Per effettuare tale analisi bisogna determinare lo stato della crisi attraverso le cause che l'hanno determinata, in quanto ogni crisi ha le proprie tipologie e il proprio modo di essere affrontata.

In ipotesi di crisi finanziaria, l'impresa dovrà avviare dei piani di risanamento rivolti alla ristrutturazione dei debiti verso il sistema bancario e gli altri creditori.

La stretta dipendenza della struttura finanziaria dalla struttura operativa dell'azienda impone che il superamento della crisi trovi la sua origine nel piano industriale che, a seconda dei flussi di cassa che sarà in grado di generare, consisterà nell'effettuare delle ipotesi per rimodulare il rimborso del debito.

Il processo di risanamento, in tale caso, sarà costituito dalle seguenti fasi:

- verifica della possibilità di accordo tra l'impresa in crisi e i maggiori creditori della stessa (solitamente le banche) onde evitare la formale dichiarazione dello stato di insolvenza;
- l'impresa in crisi predispone, eventualmente con l'ausilio di un consulente aziendale, un piano industriale che contempli l'ipotesi del proprio risanamento, concedendo eventualmente garanzie ai creditori;
- sulla base del piano industriale viene predisposto, eventualmente con l'ausilio di un consulente aziendale, un piano finanziario per il quale viene prospettata la modalità di rinegoziazione dei debiti originari onde renderli compatibili

con la capacità di generazione di flussi di cassa (cd. cash flows) dell'impresa.

Con riferimento al piano industriale si dovrà intervenire per rilanciare con immediatezza l'impresa attraverso vari interventi:

- un intervento di carattere industriale, riguarderà la possibilità di produrre e immettere sul mercato nuovi prodotti che amplino la gamma di prodotti dell'impresa (innovazione di prodotto) e, in contemporanea o in alternativa, la necessità di re-ingegnerizzazione dei processi produttivi al fine di renderli massimamente efficienti (innovazione di processo) con una riduzione dei costi per prodotto;
- un intervento di carattere gestionale, riguarderà la necessità di procedere a una riduzione dei costi e, quindi, minimizzare il fabbisogno di nuova finanza. A tale fine dovrà essere compiuta una profonda analisi della struttura aziendale per verificarne la possibilità di riduzione del personale in esubero onde porre in essere una riduzione della onerosità derivante dal costo del lavoro. Tale riduzione potrà avvenire attraverso l'utilizzo delle procedure di cassa integrazione guadagni (nella duplice forma di quella ordinaria e straordinaria) ovvero di mobilità;
- un intervento di carattere finanziario, che riguarderà i nuovi investimenti necessari per il risanamento. Tali investimenti riguarderanno sia beni materiali e immateriali necessari all'innovazione di prodotto e/o di processo prevista nel piano di risanamento e dovranno essere approvvigionamenti, fin dove possibile, attraverso fonti non onerose (capitale di rischio, utile anche a dimostrare la credibilità del soggetto

economico che intende portare avanti il piano di risanamento) e onerose (capitale di credito, molto difficilmente ottenibile in situazioni di crisi aziendale). Un'alternativa alla fonte non onerosa (capitale proprio) potrebbe essere rappresentata dalla cessione di asset non strategici.

Il processo di rimozione e di superamento della crisi deve, quindi, concretizzare in un piano di risanamento che consenta, in tempi ragionevoli, di raggiungere nuovamente l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa.

I cambiamenti messi in atto con una strategia di *turnaround* hanno, sovente, caratteristiche omogenee quali la tempestività e l'urgenza con cui devono essere messi in atto, l'invasività nell'azienda, il coinvolgimento di tutti gli stakeholder e il perseguimento dell'obiettivo dell'equilibrio economico e finanziario (ritorno al valore) orientato al lungo periodo. I provvedimenti propedeutici all'impostazione del piano di risanamento consistono, infatti, in interventi immediati attuati al fine di evitare un successivo aggravamento della crisi e di guadagnare tempo per l'elaborazione del piano.

Il confine tra la fase propedeutica e quella di messa in atto del piano di risanamento è alquanto labile; intanto perché la formalizzazione di un piano potrebbe costituire un momento di semplice razionalizzazione delle decisioni su linee strategiche già definite tra soggetti coinvolti nel processo di *turnaround* anche in ragione del fatto che nel piano di risanamento non tutti gli aspetti della gestione futura possono essere analiticamente descritti.

Prima di entrare nel dettaglio della formulazione del piano e delle strategie di risanamento, è opportuno ribadire che l'esito di un processo di *turnaround* dipende dalla risposta fornita dall'impresa che si trova in crisi. Una volta fissati i provvedimenti necessari a fronteggiare la crisi d'impresa, infatti, è necessario agire con risolutezza e determinazione in tempi rapidissimi. Il *turnaround* deve, secondo la letteratura predominante, svolgersi in un arco temporale di 12-18 mesi al massimo. Dei quali, già i primi 3-6 mesi devono far emergere chiari segni di un'inversione di rotta, portando l'impresa a fornire di primi risultati positivi entro i successivi 12 mesi.

Il *turnaround* dovrà essere necessariamente orientato al miglioramento della gestione complessiva dell'impresa con l'obiettivo del riequilibrio economico-finanziario di lungo periodo e non, quindi, essere focalizzato su di un solo problema.

La distanza dell'impresa in crisi dal proprio *break-even point* costituisce la vera fonte di complessità del processo di *turnaround*. Infatti, se l'impresa è vicina a tale punto, può essere efficace per l'uscita dalla situazione di crisi la sola strategia di risanamento focalizzata sulla riduzione dei costi. Se, al contrario, questa si posiziona lontano dal raggiungimento del *break-even point*, il processo di risanamento sarà molto più invasivo, con una minore probabilità di successo.

Le strategie di risanamento si traducono nel piano di risanamento, il quale si compone di due documenti complementari tra loro: il *piano industriale* e il *piano finanziario*. Il primo è predisposto, solitamente, dal management dell'impresa in crisi, con l'eventuale supporto di consulenti esterni; è un documento formale mediante il

quale vengono esplicitate le azioni strategiche, che saranno la base per il ritorno alla redditività d'impresa. Il secondo, che viene solitamente predisposto dai consulenti esterni sulla base della capacità di generazione di reddito che l'impresa è in grado di esprimere, tratta di temi tipici dell'assetto finanziario dell'impresa, quali, per esempio, i fabbisogni di risorse e il relativo profilo temporale di realizzazione, che consentiranno un andamento equilibrato dei flussi finanziari in grado di produrre una corretta restituzione del debito rinegoziato.

Sulla base del piano industriale, il management o l'eventuale advisor scelto negozierà con i creditori dell'impresa, e in particolare con il sistema bancario, una ridefinizione delle condizioni contrattuali in essere e le nuove necessità finanziarie indispensabili alla realizzazione del risanamento della situazione finanziaria.

Il piano industriale normalmente prevede due tipi d'interventi: un intervento esterno e uno interno.

- Quello esterno è rappresentato dalla ricapitalizzazione della società mediante apporti di patrimonio netto o conferimenti; conversione di crediti in capitale di rischio, mediante sottoscrizione di un aumento di capitale riservato; nuova emissione totale o parziale di debiti, mediante accordi di definizione e stralcio; rinegoziazione delle condizioni dei finanziamenti in essere, in particolare dei tassi di interesse applicati; erogazione di nuova finanza; riposizionamento dei debiti a breve in debiti a medio-lungo termine mediante consolidamento del debito.

- L'intervento interno prevede, invece, la cessione di beni strumentali non strategici, scelte imprenditoriali volte all'aumento dell'efficienza della struttura produttiva (riduzione dei costi, aumento dei margini di redditività); autofinanziamento dell'impresa mediante i flussi derivanti dalla gestione corrente. L'obiettivo comune di queste operazioni è, senza dubbio, la generazione di un flusso di liquidità aggiuntiva rispetto a quello prodotto dalla gestione caratteristica che contribuisca alla riduzione dell'indebitamento complessivo, rendendo così credibile il piano di rientro dell'esposizione debitoria nei confronti dei creditori aderenti al piano.

La riduzione dell'indebitamento porta, come naturale conseguenza, una riduzione degli interessi passivi, determinando un effetto a catena positivo sui conti e sulla possibilità di successo del processo di risanamento.

Congiuntamente all'attività di ristrutturazione della situazione patrimoniale, l'impresa deve concentrarsi anche sul recupero della richiamata efficienza gestionale, ossia sulla cosiddetta ristrutturazione economica. Quest'ultima potrà riguardare la razionalizzazione della struttura aziendale e il riorientamento strategico.

Il primo tipo d'interventi mira all'individuazione di un potenziale miglioramento reddituale che permetta il raggiungimento di un equilibrio economico attraverso un migliore utilizzo delle risorse produttive, commerciali e finanziarie dell'impresa. Ciò attraverso la riduzione dei costi da farsi con una razionalizzazione dei processi aziendali mirata a individuare ed eliminare le inefficienze esistenti.

Inoltre, vanno attuate tecniche di miglioramento della qualità dei ricavi. In tale ottica, si opera sulla via della riduzione dei volumi di produzione delle categorie di prodotti caratterizzati da un basso rendimento, con conseguente riduzione del personale. Inoltre, si dovranno attuare politiche di miglioramento del capitale circolante quale, per esempio, l'introduzione di un efficace sistema gestionale, che porti alla riduzione delle giacenze di magazzino e al riequilibrio tra crediti e debiti legati alla gestione produttiva e commerciale dell'impresa.

Anche la strategia complessiva dell'impresa dovrà essere un'area di forte intervento. Il management dovrà spostare la propria attenzione dalla necessità di generare utili a breve a un'ottica di sviluppo a medio-lungo termine.

Sotto il profilo finanziario, si deve innanzitutto porre l'attenzione verso il fatto che l'attuale crisi dei mercati finanziari ha portato a una scarsità di risorse finanziarie che rendono gli interventi sul piano finanziario dell'impresa in crisi ancora più delicati e difficili.

Il piano di ristrutturazione finanziaria deve, dunque, sincronizzare i flussi di rimborso dei debiti con l'esigenza di mezzi finanziari di cui l'impresa necessita per poter mettere in atto le azioni previste dal piano industriale al fine di raggiungere un equilibrio economico nel breve periodo in grado di determinare un equilibrio patrimoniale nel lungo periodo.

L'equilibrio patrimoniale è determinato, come noto, dal rapporto tra i mezzi propri e i mezzi di terzi; per ridurre l'incidenza dei mezzi di terzi l'impresa dovrà contrattare con istituti di credito una ristrutturazione del debito coerente con i flussi di cassa che l'attività caratteristica dell'impresa sarà in grado di generare, così

come previsto dal piano industriale. Dunque, il piano finanziario dovrà convogliare i risultati ottenibili dal successo del piano industriale verso il riassetto della struttura finanziaria, in modo da rendere credibile, e possibile, anche nel lungo periodo, la sopravvivenza dell'azienda e il rilancio dell'attività aziendale.

Una delle prime azioni, che nella maggioranza dei casi, viene prevista dal piano finanziario riguarda i mezzi propri. Viene, solitamente, previsto un aumento di capitale, sottoscrivibile dagli attuali azionisti o da nuovi investitori. Tale azione agisce su di un duplice fronte: creare fiducia nei confronti degli stakeholders aziendali e ridurre l'esposizione finanziaria netta. Sul piano della fiducia, l'aumento di capitale mette in luce la volontà degli azionisti di perseguire con serietà le proposte del piano industriale, dimostrando di essere i primi a credere nel piano di risanamento e ristrutturazione.

Oltre all'aumento di capitale, i piani di risanamento finanziario prevedono, normalmente, il consolidamento o la rinegoziazione dei termini delle posizioni debitorie presenti, in modo da dilazionarle su di un arco temporale maggiore. Attraverso il consolidamento le banche si impegnano a non richiedere la restituzione del debito prima di un termine prefissato, permettendo una riduzione del tasso d'interesse passivo.

Il tutto, ovviamente, dipende sia dalle necessità finanziarie espresse dalla nuova struttura finanziaria, quanto dalle prospettive emergenti dal piano industriale.

Di norma i piani di ristrutturazione finanziaria prevedono che per tutta la durata del risanamento vengano rispettati alcuni indici economico-finanziari rappresentativi del livello di indebitamento



della performance complessiva della società al fine di monitorare l'andamento del piano di risanamento e tutelare i finanziatori. Gli indici più comunemente utilizzati nella prassi sono il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed Ebitda (PFN/Ebitda), la Posizione Finanziaria Netta e il Patrimonio Netto (PFN/PN), gli Oneri Finanziari e il Fatturato (OOF/F). Questi indici possono essere utilizzati come **covenant**, sia come possibile elemento di default oltrepassato il quale i creditori maturano il diritto di chiedere immediatamente la restituzione delle somme prestate sia come parametro per il monitoraggio dell'andamento del piano, che dev'essere comunicato da istituti finanziari con cadenze temporali definite dalla negoziazione del consolidamento del debito.

Un ulteriore importante elemento costitutivo del piano di risanamento è quello della valutazione dello stesso per la determinazione dell'*Enterprise Value* (EV) dell'azienda soggetta al piano. Gli obiettivi di tale valutazione si riferiscono alla necessità di misurare gli effetti economici che il piano di risanamento potrà determinare, unitamente alla determinazione di un primo valore economico di riferimento per l'azienda stessa e i soggetti coinvolti nel risanamento. Infatti, si può affermare che l'impresa, per tornare a creare valore, deve interrompere il circolo vizioso della crisi attraverso l'eliminazione delle condizioni anomale che l'hanno sviluppata. Di conseguenza, il piano di risanamento deve essere correttamente applicato; tutti i segnali di ritorno al valore, gli errori pregressi, le soluzioni adottate, devono entrare a far parte del nuovo patrimonio intangibile aziendale, al fine di delineare una sua

nuova configurazione, che si dimostrerà tanto più vincente quanto più sarà consapevole degli errori che hanno portato alla crisi.

Riassumendo le fasi del *turnaround* si può sintetizzare la seguente “*check list*” che evidenzia tutte le fasi critiche durante il processo di risanamento:

#### 1. Analisi preliminare della situazione complessiva

- Un primo incontro con gli azionisti e/o il management dell'impresa ai fini della comprensione delle cause che hanno determinato la crisi.
- Una preliminare valutazione di fattibilità di un Piano di Ristrutturazione dell'Indebitamento Finanziario.

#### 2. Analisi dell'Indebitamento Finanziario

- L'advisor prende contatto con i Creditori Finanziari divenendone il principale interlocutore al fine di procedere a una ricognizione e un'analisi dettagliata dell'Indebitamento Finanziario in essere.

#### 3. Analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria

- Analisi dei bilanci e dei dati contabili/gestionali più recenti, predisposizione delle Proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie e analisi dei Flussi di Cassa prospettici.
- Elaborazione di un dettagliato Piano di Tesoreria e determinazione del Fabbisogno Finanziario in ipotesi 'on going' dell'impresa.

#### 4. Manovra Finanziaria

- Impostazione della Manovra Finanziaria contenente gli interventi finalizzati alla ristrutturazione dell'Indebitamento

Finanziario dell'impresa (rinuncia e/o saldo e stralcio, consolidamento, moratoria e riscadenzamento, concessione di nuova finanza, ricapitalizzazione, piano di dismissioni, ecc.).

#### 5. Piano di Ristrutturazione dell'Indebitamento Finanziario

- Assistenza all'impresa nell'elaborazione della prima bozza del Piano di Ristrutturazione dell'Indebitamento Finanziario, sulla base delle indicazioni del Piano Industriale contestualmente predisposto dall'impresa con l'eventuale assistenza dell'Advisor stesso.

#### 6. Convocazione dei Creditori Finanziari

- Assistenza all'impresa nell'organizzazione dell'incontro interbancario per la presentazione del Piano di Ristrutturazione ai Creditori Finanziari. Viene fissato un termine entro il quale i Creditori Finanziari dovranno comunicare la loro adesione 'di massima' al Piano di Ristrutturazione e indicare eventuali variazioni e integrazioni.

#### 7. Contatti e negoziati con i Creditori Finanziari ed approvazione del Piano di Ristrutturazione

- Contatto con i Creditori Finanziari e negoziazione con gli stessi di eventuali variazioni e integrazioni da apportare alla prima bozza del Piano di Ristrutturazione.
- Assistenza nell'elaborazione del Piano di Ristrutturazione 'definitivo' contenente le variazioni e le integrazioni concordate con i Creditori Finanziari.

- Raccolta delle adesioni da parte dei Creditori Finanziari al Piano di Ristrutturazione e approvazione dello stesso.

#### 8. Predisposizione e firma della Convenzione con i Creditori Finanziari

- Coordinamento dei consulenti legali e fiscali per la redazione della Convenzione da sottoporre ai Creditori Finanziari sulla base di quanto stabilito nel Piano di Ristrutturazione approvato dagli stessi.
- Firma della Convenzione Interbancaria (Closing).

#### 9. Monitoraggio post Closing

- Assistenza all'impresa nell'attività di monitoraggio del rispetto del Piano di Ristrutturazione e nella predisposizione della reportistica periodica da inviare ai Creditori Finanziari. Per maggiori dettagli sul processo di monitoraggio si veda il prossimo capitolo.

## **5. Il Deployment e Monitoring dei Piani di Risanamento (17)**

Ai fini della soluzione negoziale della crisi d'impresa, assume un ruolo di assoluta preminenza la pianificazione del risanamento o del *turnaround* industriale o strategico quale complemento essenziale alle considerazioni di natura finanziaria e societaria.

Il piano industriale, secondo la Borsa Italiana (18), deve rispondere ad alcune caratteristiche fondamentali quali la sostenibilità

---

<sup>17</sup> Estratto da: Deployment & Monitoring di un piano di risanamento, di Alberto Tron e Giuseppe De Giovanni

finanziaria, la coerenza e l'attendibilità. Le "Linee guida alla redazione del business plan", emanate dal CNDCEC nel 2011 <sup>(19)</sup>, evidenziano, in aggiunta a quanto suggerito da Borsa Italiana, come il piano dovrà essere redatto rispettando i requisiti di principi di chiarezza, completezza, affidabilità, attendibilità, neutralità, trasparenza e prudenza.

Un piano di risanamento così redatto è sempre, almeno nelle intenzioni del redattore, "fattibile" <sup>(20)</sup>: tale documento, infatti, sarà corredato da adeguate ricerche e analisi di mercato, di prodotto, di competition, di accurate proiezioni economico-finanziarie, ecc.. e, mediante l'utilizzo di metodologie e strumenti idonei, tale piano potrà trovare la sua "attuazione".

Nella realtà, tuttavia, molti piani di risanamento disattendono le attese, anche se la costruzione degli indicatori di performance economica-finanziaria-patrimoniale è basata, in sede progettuale, su assunzioni assolutamente ragionevoli e correttamente strutturate. Uno dei motivi di performance negative dei piani risiede nel fatto che ogni piano industriale in generale, e di risanamento in particolare, deve essere articolato con un adeguato livello di dettagli di natura industriale e finanziaria ma anche (e, soprattutto) organizzativa.

Non è possibile, infatti, sostenere la realizzazione delle azioni determinate nel piano se lo stesso non identifica le modalità e procedure operative che permettono, attraverso una rinnovata

---

<sup>18</sup> "Guida al Piano Industriale" (luglio 2003) e "La redazione del Piano Industriale" (marzo 2013) redatti da Borsa Italiana – London Exchange Group.

<sup>19</sup> Redatte a cura del Gruppo di Lavoro Area Finanza Aziendale del CNDCEC

<sup>20</sup> Così come è indicato negli articoli 67, lett. d), 182 bis, 186 bis e 161 LF

capacità organizzativa, di porre in essere la sequenza di attività implicitamente definite nell'ambito delle assunzioni di piano.

L'elemento organizzativo è normalmente sottovalutato e anche se alcuni piani industriali sono completi in tale ambito, la reale e concreta ristrutturazione organizzativa è poi spesso, in fase di implementazione, totalmente asincrona rispetto ai milestone sequenziali e propedeutici previsti nell'action plan <sup>(21)</sup>.

Una volta che il piano di risanamento, nelle sue assunzioni di base e nelle simulazioni di analisi di sensitivity – variazione di KPI <sup>(22)</sup> economico-finanziari-organizzativi – abbia espresso, con chiarezza e dettaglio, tutte le azioni che l'azienda dovrà perseguire, affinché siano raggiunti gli obiettivi sottostanti la performance economica, finanziaria e patrimoniale attesa, è necessario avviare la fase di ***Deployment e Monitoring***.

Nel gergo anglosassone si utilizza un motto che nella sua semplicità è talmente forte da identificare tutti gli aspetti concettuali insiti nella gestione organizzativa di qualunque attività di change management che, ovviamente, è parte integrante di qualunque piano industriale: ***“all Organizations are Perfectly Designed to get the Results they get”*** <sup>(23)</sup>.

Ciò significa che ogni organizzazione ha differenti modi di “bilanciare” le risorse, l'energia, il focus, le competenze, le

---

<sup>21</sup> È tuttavia bene sottolineare che riprogettare la struttura organizzativa, soprattutto in un ambito di processo di risanamento, è un esercizio molto complesso che richiede competenze specifiche e una particolare attenzione sia a livello di architettura “macro” (i ruoli, le responsabilità, le competenze, i processi, le procedure) sia a livello culturale “micro” (l'attitudine, i comportamenti, ecc.).

<sup>22</sup> KPI = Key Performance Indicators

<sup>23</sup> si veda per approfondimenti: [www.sosbiz.biz](http://www.sosbiz.biz) (Ing. Giuseppe De Giovanni)

procedure operative a propria disposizione. In funzione del bilanciamento, o equilibrio organizzativo, che è stato progettato, prima, e realizzato, poi, il sistema organizzativo avrà una determinata capacità di esprimere la propria performance e ottenere risultati.

La fattibilità del piano di risanamento, in altre parole, consiste anche nella probabilità (alta) che la sua corretta realizzazione faccia registrare la performance attesa; quindi, è strettamente correlata ad una progettazione organizzativa che sia coerente, non solo con una rinnovata architettura strategica, ma anche, e soprattutto, con tutti i singoli elementi costituenti lo specifico impianto organizzativo, i cosiddetti “*organization design elements*”<sup>(24)</sup>:

- le competenze (people & skills);
- il lavoro (task & job description);
- la struttura organizzativa (organization chart);
- il processo decisionale e le deleghe di autorità (decision-making);
- il sistema informativo e di reporting (information);
- il sistema di retribuzione basato sui risultati (rewarding system).

Il cambiamento organizzativo necessario per realizzare con successo il piano industriale deve, quindi, essere ben descritto all'interno del piano stesso con un livello di dettaglio adeguato, che rappresenti, quindi, con il minor margine di dubbio possibile, le zone di specifiche assunzioni di responsabilità (accountability) delle azioni definite per governare e gestire l'impresa verso un

---

<sup>24</sup> si veda per approfondimenti: [www.sosbiz.biz](http://www.sosbiz.biz) (Ing. Giuseppe De Giovanni)

rinnovato equilibrio aziendale. Un'analisi organizzativa così dettagliata permette subito di identificare l'eventuale "gap", relativo alle dimensioni delle capacità e competenze operative, tra la situazione attuale, che ha portato alla crisi, e la situazione futura, prevista nel piano.

Le modalità di copertura di tale "gap" (formazione tecnica, formazione manageriale, spostamenti e/o accorpamenti di funzioni, ridefinizione delle linee di responsabilità e di comando, ecc.) devono essere previste nel piano di risanamento e devono, soprattutto, essere pianificate, in base a priorità e propedeuticità, affinché la nuova organizzazione (competenze, processi, ecc.) sia adeguata per sostenere l'efficace ed efficiente implementazione delle azioni a supporto del piano

Il **Deployment** è composto di tre momenti critici <sup>(25)</sup>:

1. La condivisione con tutta l'azienda (e gli stakeholders) dei contenuti del piano;
2. L'assegnazione delle responsabilità dei piani d'azione;
3. L'avvio della produzione delle scorecard dei KPI critici.

L'assegnazione delle responsabilità andrà avviata in concomitanza con l'avvio di quei cambi operativi necessari (formazione, produzione reportistica, ristrutturazioni organizzative, ecc.) per sostenere adeguatamente la presa in carico dei piani da parte dei responsabili identificati.

I tempi caratterizzanti l'avvio di un piano di risanamento sono ovviamente limitati e sarà altamente improbabile riuscire a

---

<sup>25</sup> Estratto da: Deployment & Monitoring di un piano di risanamento, di Alberto Tron e Giuseppe De Giovanni



pianificare con adeguata sequenza cronologica e propedeutica tutte le azioni.

Il Deployment, quindi, durante la fase d'avvio, dovrà scontare una non perfetta struttura organizzativa che, in parallelo, sarà oggetto di una re-ingegnerizzazione continua.

Tale aspetto, però, non sarà necessariamente un grave problema per il management aziendale, qualora, in fase di redazione del piano, si sia già identificato, analizzato, riprogettato e descritto la Delta-Organizzazione con tutti i riferimenti di carattere temporale per costruire, il più rapidamente possibile, la giusta struttura operativa aziendale.

La produzione delle scorecard relative ai KPI critici, da inserire nel piano di risanamento, è attività altrettanto importante che, se ben progettata fin dal principio e descritta appropriatamente nel piano stesso, permette una grande visibilità e misurabilità della performance attuale e prevista, consentendo al professionista attestatore di prendere atto della presenza di un “cruscotto di controllo” che consentirà al management aziendale di avere modo di poter controllare, periodicamente, il corretto adempimento delle azioni previste nel piano al fine del raggiungimento degli obiettivi posti <sup>(26)</sup>.

Gli elementi più importanti della scorecard sono due <sup>(27)</sup>:

1. La corretta definizione dei target;

---

<sup>26</sup> per approfondimenti R.S.Kaplan, D.P.Norton, A.Bubbio, L. Perria, L'impresa orientata dalla strategia. Balanced Scorecard in azione, ISEDI, 2002; R. Cerica, Cultura organizzativa e performance economico-finanziarie, Firenze University Press, 2010; L. BRUSA

<sup>27</sup> Estratto da: Deployment & Monitoring di un piano di risanamento, di Alberto Tron e Giuseppe De Giovanni

## 2. La corretta definizione della frequenza di misurazione/lettura.

Per quanto riguarda la scelta dei target si dovrà tener conto non solo dei valori associati al piano “base” ma anche quelli relativi alle soglie di sicurezza identificate nelle analisi di sensitivity. In particolare si raccomanda di adottare due valori di soglia: il primo che identifica il livello di “guardia” oltre il quale il business è a rischio, il secondo che identifica il vero e proprio livello di “rottura/default” (si veda la precedente Tavola). La zona tra il valore di guardia e il valore di rottura/default, ossia la zona di alto stress, deve essere progettata coerentemente con la capacità e velocità di reazione dell’organizzazione. In altre parole il Delta-KPI, per essere ripristinato nel range dei valori corretti, richiederà l’esecuzione di specifiche azioni (cosiddette “contingency”) che l’organizzazione realizzerà con un certo ritardo rispetto alla Delta-KPI, e tale ritardo non deve essere superiore al tempo di “deriva” del KPI verso la soglia di rottura/default.

Il **Monitoring** è un “*never-ending process*” che ogni impresa deve avere istituzionalizzato per valutare, con una determinata frequenza, lo stato di salute del business. Per un’impresa in fase di risanamento è molto probabile che tale processo sia non esistente o, nella migliore delle ipotesi, strutturato solo per incombenze di natura amministrativa (redazione del bilancio a fine anno, analisi semestrali, ecc.).

Il monitoraggio è uno dei processi di governance operativa più importanti durante l’esecuzione di un piano industriale <sup>(28)</sup>, perché

---

<sup>28</sup> Estratto da: Deployment & Monitoring di un piano di risanamento, di Alberto Tron e Giuseppe De Giovanni

la misurazione dello stato attuale di performance verso quello atteso è una condizione obbligatoria per valutare l'esecuzione di contromisure nel caso di scostamenti negativi. È necessario, quindi, aver predisposto un calendario (business review plan) in cui i KPI in oggetto siano misurabili con una frequenza allineata non solo alla cadenza naturale di accadimento (es.: numero di ordini, fatturazione, ritardo incassi, pagamenti, ecc.) ma anche, come sopra menzionato, al tempo di reazione organizzativa per predisporre un piano di contingency.

Va sottolineato, inoltre, che un buon processo di monitoraggio non è solo un "accadimento meccanico" legato alla produzione della reportistica (scorecard) e alla analisi degli scostamenti (gap analysis) ma è soprattutto un elemento culturale perché implica, nella gestione delle responsabilità operative, il senso di accountability che rappresenta un vero e proprio motore organizzativo, espressione di leadership fondamentale per ogni azienda di successo.

La presenza, quindi, di un pianificato monitoraggio dei KPI's di Delta-Performance (come sopra descritti) rappresenta un elemento distintivo della qualità di un piano di risanamento nel quale, sin dalla sua formazione, sono presenti gli elementi critici da tenere sotto controllo con periodicità differenti, al fine di pervenire all'obiettivo del risanamento dell'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa in crisi <sup>(29)</sup>.

Come tale, la propria esistenza e la verifica da parte del professionista attestatore, consentirà un miglior apprezzamento da

---

<sup>29</sup> Estratto da: Deployment & Monitoring di un piano di risanamento, di Alberto Tron e Giuseppe De Giovanni

parte dei soggetti coinvolti nel risanamento/ristrutturazione dell'impresa in crisi (ceto bancario, fornitori, ecc.).

## **6. Legge Fallimentare <sup>(30)</sup>, Regio Decreto 16 marzo 1942, n.267: focus su art.160, art.67, art.182 bis.**

Con la riforma delle procedure concorsuali, il legislatore ha introdotto alcuni istituti volti a facilitare la composizione negoziale della crisi di impresa ricorrendo, appunto, alla ristrutturazione della esposizione debitoria aziendale. Tali istituti sono espressamente disciplinati dall'art. 160 l.f., relativo al concordato preventivo nel caso in cui l'imprenditore decida di ristrutturare i debiti e provvedere alla soddisfazione dei creditori "... attraverso qualsiasi forma"; dall'art. 182-bis l.f., dedicato agli accordi di ristrutturazione dei debiti e dall'art. 67, comma terzo, lett. d) l.f. recante la disciplina del piano di risanamento attestato

Le tipologie di ristrutturazione del debito possono configurarsi nei casi di seguito riportati:

- concordato preventivo, disciplinato dagli artt. 160 e segg. l.f.;
- accordo di ristrutturazione del debito di cui all'art. 182-bis l.f.;

---

<sup>30</sup> Nel tempo la Legge Fallimentare ha subito numerosi aggiornamenti: 9 gennaio 2006 n.5, in G.U. n. 12 del 16.01.2006, dal Decreto Legislativo 12 settembre 2007 n.169, in G.U. n. 241 del 16.10.2007, dalla L. 18 giugno 2009 n. 69, in G.U. n. 140 del 19.06.2009, dal D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, nella L. 30 luglio 2010, n. 122, dal D.L. 179, convertito, con modificazioni, nella L. 17 dicembre 2012 n. 221 e dall'art. 1, comma 19, n. 3 della legge di stabilità 2013 approvata il 24 dicembre 2012 n. 228, in G.U. n. 302 del 29.12.2012, dal Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito nella L. 21 febbraio 2014, n. 9 entrata in vigore il 22 febbraio 2014 e, ultimamente, dal Decreto Legge 27 Giugno 2015, n.83, convertito nella legge 6 Agosto 2015, n.132.

- piano di risanamento attestato di cui all'art. 67, comma 3, lettera d) l.f..

#### Concordato preventivo ex art. 160 e segg. l.f.

Il concordato preventivo di cui agli artt. 160 e ss. l.f. rappresenta, nell'ambito degli istituti di composizione giudiziale della crisi di impresa, una vera e propria procedura concorsuale che vede coinvolti, con ruoli differenti, diversi soggetti. Ricordiamo in particolare: il debitore proponente il piano di ristrutturazione su cui si fonda la proposta di concordato; i creditori che devono votare tale proposta; un commissario giudiziale che, tra l'altro, redige la relazione sulle cause del dissesto ex art. 172 l.f., illustra le proposte definitive del debitore in sede di discussione della proposta ex art. 175 l.f. e predispose il proprio motivato parere ex art. 180 l.f.; il Tribunale che verifica l'ammissibilità della proposta ai sensi dell'art. 162 l.f. ed omologa, nella fase finale, il concordato.

Va evidenziato, in ogni caso, che il concordato preventivo è ispirato alla filosofia di fondo che ha animato la riforma delle procedure concorsuali e che privilegia il recupero dell'impresa e non la sua fuoriuscita dal mercato.

#### Accordo di ristrutturazione del debito ex art. 182-bis l.f.

Come anticipato, l'accordo di ristrutturazione del debito si pone idealmente tra il concordato preventivo di cui all'art. 160 l.f. ed il piano di risanamento attestato di cui all'art. 67, comma terzo, lettera d), l.f. L'orientamento prevalente ritiene che l'accordo di

ristrutturazione sia un contratto di diritto privato concluso dal debitore con uno o più creditori che rappresentino una percentuale significativa dei crediti (almeno il 60%); si perfeziona in virtù del semplice consenso espresso dalle parti e non viene previsto alcun coinvolgimento della totalità dei creditori che non compaiono all'interno dell'istituto come collettività. Nel caso in esame, infatti, ciascun creditore interessato all'accordo contratta con il proponente (debitore) e accetta o meno individualmente.

A fronte di tale "elasticità" concessa nel trattamento dei creditori aderenti, la legge esprime un'assoluta "rigidità" quanto al trattamento che viene riservato ai creditori estranei (coloro che per qualsiasi motivo non hanno aderito ovvero, ad esempio, i creditori non interessati dal debitore alla contrattazione): gli estranei, infatti, devono essere pagati regolarmente, vale a dire per l'intero e alle scadenze e, nel caso in cui il credito sia liquido ed esigibile, immediatamente dopo l'omologazione da parte del Tribunale. Ciò discende dal generale principio per cui il contratto produce effetti di legge tra le parti e non vincola quanti ne risultano estranei.

Inoltre, va considerato che gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse in esecuzione di un accordo omologato sono esenti dall'ambito di applicazione dell'azione revocatoria (art. 67, lettera e), l.f.); pertanto, in un eventuale fallimento in caso di mancata realizzazione dell'accordo i creditori estranei vedrebbero significativamente ridotto il patrimonio oggetto dell'esecuzione concorsuale. Si comprende dunque la necessità di soddisfare i creditori estranei con il regolare pagamento così come precedentemente indicato. L'accordo, unitamente alla documentazione di cui all'art. 161 l.f. (relazione aggiornata sulla

situazione patrimoniale, economica e finanziaria e lo stato analitico ed estimativo delle attività) e alla relazione del professionista che ne attesti l'attuabilità - con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei, vanno depositati presso il Tribunale e, in copia conforme all'originale, pubblicati presso il Registro delle Imprese.

Decorsi i termini per proporre opposizione, il Tribunale procede all'omologazione: dall'omologa discende, come visto, l'esenzione da revocatoria degli atti posti in essere in esecuzione dell'accordo omologato.

#### Piano di risanamento attestato ex art. 67, comma 3, lettera d) l.f.

Il piano di risanamento attestato, invece, si differenzia nettamente rispetto al concordato preventivo.

L'istituto, non puntualmente delineato dal legislatore, prevede infatti la redazione da parte del debitore di un piano che appaia idoneo al risanamento dell'esposizione debitoria e ad assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria dell'impresa. La ragionevolezza di tale piano deve essere attestata da un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 28, lettera a) e lettera b), l.f. (necessari per svolgere la funzione di curatore) che risulti anche iscritto presso il Registro dei Revisori contabili.

Il piano di risanamento attestato è connotato come atto negoziale del debitore (e di eventuali creditori interessati dalla ristrutturazione e indicati nel piano). Si tratta, pertanto, di un istituto nell'ambito del quale l'attestazione di ragionevolezza fattibilità del piano di risanamento, garantisce l'esenzione da revocatoria degli

atti, dei pagamenti e delle garanzie, concesse sui beni del debitore, in esecuzione del piano medesimo.

## **7. Esigenze informative degli stakeholder nelle imprese risanate (OIC-6) <sup>(31)</sup>**

---

Nell'ambito delle norme del codice civile e dei principi contabili nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) non sono presenti specifiche disposizioni relative alla ristrutturazione del debito. All'interno del corpus dei principi contabili internazionali (IFRS) non si rinvengono documenti che trattano in maniera sistematica il tema oggetto del presente principio. Tuttavia, le problematiche tecnico-contabili connesse alle operazioni di ristrutturazione dei debiti vengono disciplinate da differenti principi <sup>(32)</sup>. Nei principi contabili americani (US Gaap), la ristrutturazione dei debiti è disciplinata da uno specifico documento: lo SFAS 15 <sup>(33)</sup> *Accounting by Debtors and Creditors for Troubled Debt Restructuring*.

Lo scopo del presente principio OIC-6 è di definire il trattamento contabile e l'informativa integrativa da fornire in merito agli effetti prodotti da un'operazione di ristrutturazione del debito. Il documento si riferisce alle ipotesi in cui la ristrutturazione del

---

31 estratto da: OIC-6, Ristrutturazione del Debito e Informativa di Bilancio (Organismo Italiano di Contabilità)

<sup>32</sup> Tra questi si segnala: lo IAS 39, in relazione all'eliminazione contabile di una passività finanziaria, l'IFRS 5 in caso di attività non correnti possedute per la vendita, l'IFRIC 19 in caso di conversione del debito in capitale, lo IAS 37 che regola gli aspetti relativi agli accantonamenti, attività e passività potenziali

<sup>33</sup> Statement of Financial Accounting Standard (SFAS)



debito è posta in essere da un'impresa che redige il proprio bilancio nel rispetto del principio della continuità aziendale.

Il principio contabile si applica nella redazione del bilancio d'esercizio di un'impresa debitrice e nella redazione del bilancio consolidato riferito a un gruppo d'impresе, tenuto conto delle opportune rettifiche da consolidamento. Le indicazioni contenute nel principio si applicano anche per la redazione dei bilanci intermedi dell'impresa debitrice, compatibilmente alla struttura e al contenuto di tale bilancio.

I principali aspetti trattati nel principio sono:

- la data della ristrutturazione, ovvero il momento a partire dal quale si rilevano in contabilità e nel bilancio del debitore gli effetti economici e/o finanziari della ristrutturazione e si forniscono le relative informazioni;
- le modalità di rilevazione degli effetti contabili dell'operazione di ristrutturazione realizzata per il tramite di modifiche ai termini originari del debito, cessione di attività e conversione del debito in capitale;
- la rappresentazione all'interno degli schemi di bilancio e della nota integrativa degli effetti dell'operazione di ristrutturazione, con particolare riferimento:
  - all'eventuale ricorso ad apposite voci o dettagli informativi degli schemi e/o apposite tabelle inserite all'interno di una specifica sezione della nota integrativa;
  - all'indicazione delle eventuali ri-classifiche dei valori relativi alle operazioni interessate, all'interno dello stato patrimoniale;

- all'evidenziazione degli effetti economici della riduzione dei debiti all'interno dello schema di conto economico;
- il trattamento contabile dei costi connessi all'operazione di ristrutturazione, quali ad esempio: costi di consulenza professionale e commissioni e oneri per servizi finanziari.

### Le modalità di ristrutturazione del debito: effetti contabili <sup>(34)</sup>

Le principali modalità attraverso le quali si può realizzare la ristrutturazione del debito sono:

- la modifica dei termini originari del debito, che consiste in una rettifica alle condizioni originarie del debito esistente quale, ad esempio, la modifica del tasso di interesse lungo la vita residua del debito, della data di scadenza, dell'ammontare del capitale da rimborsare oppure una combinazione di tali elementi;
- il trasferimento dal debitore al creditore di un'attività (o un gruppo di attività) a estinzione parziale del debito;
- l'emissione di capitale e sua assegnazione al creditore, con estinzione parziale del debito, ad esempio, mediante compensazione con le somme dovute per la sottoscrizione delle nuove azioni o quote (o altre forme di assegnazione).

Nel caso di estinzione totale del debito, quest'ultimo non figura più nello stato patrimoniale del bilancio e pertanto si ha unicamente un effetto sul conto economico.

---

<sup>34</sup> estratto da: OIC-6, Ristrutturazione del Debito e Informativa di Bilancio (Organismo Italiano di Contabilità)

### Modifica dei termini originari del debito

Nel caso di ristrutturazione con modifica dei termini originari, il valore contabile del debito si considera al netto di ogni eventuale corrispettivo in denaro, attività trasferita al creditore e/o capitale emesso e assegnato al creditore a estinzione parziale dello stesso debito. La modifica dei termini originari del debito può riguardare una delle seguenti situazioni, o una loro combinazione:

1. la riduzione dell'ammontare del capitale da rimborsare (valore a scadenza del debito);
2. la riduzione dell'ammontare degli interessi maturati (anche moratori) e non ancora pagati;
3. la riduzione dell'ammontare degli interessi che matureranno a partire dal momento della concessione fino al momento dell'estinzione dell'obbligazione (interessi maturandi); in altre parole, vi è una riduzione del tasso di interesse originariamente definito per la vita residua del debito;
4. la modifica della tempistica originaria dei pagamenti che il debitore avrebbe dovuto effettuare, con uno spostamento in avanti delle scadenze previste per l'adempimento dell'obbligazione sia in termini di capitale che interessi (c.d. rimodulazione o riscadenzamento dei debiti). A tal fine si considerano solo le modifiche non fruttifere oppure quelle fruttifere, ma tali da comportare una riduzione del valore economico del debito.

Una modifica dei termini originari del debito può comportare un cambiamento nell'ammontare e/o nella tempistica dei pagamenti che il debitore dovrà eseguire in base ai nuovi termini del debito.

Premesso che, secondo il principio OIC-6, il debitore iscrive un utile da ristrutturazione nel conto economico nei soli casi indicati ai su citati punti 1 e 2, in tutte le ipotesi assume particolare importanza l'informativa nella nota integrativa relativa al valore economico assunto dal debito a seguito della ristrutturazione.

Il valore economico assunto dal debito a seguito della ristrutturazione rappresenta il valore attuale dei futuri pagamenti che il debitore dovrà corrispondere al creditore, a titolo di capitale e/o interessi, in base ai nuovi termini previsti, scontati al tasso di interesse effettivo dell'operazione ante-ristrutturazione.

La modifica dei termini originari del debito (nell'ammontare e/o nella tempistica dei pagamenti), o una loro combinazione, si traduce in una variazione negativa del valore economico del debito rispetto al valore contabile del debito ante-ristrutturazione che misura il beneficio (vantaggio) immediato o differito per il debitore.

#### L'informativa integrativa della ristrutturazione del debito <sup>(35)</sup>

Le informazioni relative alla ristrutturazione del debito debbono consentire ai destinatari del bilancio, da un lato, di avere una chiara percezione della situazione di difficoltà finanziaria in cui versa l'impresa e, dall'altro, di comprendere i benefici economici e/o finanziari che la ristrutturazione del debito è in grado di produrre sull'economia dell'impresa anche ai fini di valutare tempi e modalità di superamento della situazione di difficoltà finanziaria, con il conseguente ripristino delle condizioni di equilibrio del

---

<sup>35</sup> estratto da: OIC-6, Ristrutturazione del Debito e Informativa di Bilancio (Organismo Italiano di Contabilità)

sistema aziendale. In linea generale, l'informativa integrativa riguarda:

- la situazione di difficoltà finanziaria e/o economica affrontata dall'impresa debitrice nel corso dell'esercizio, le cause che hanno generato tali difficoltà nonché una chiara ed esaustiva rappresentazione dell'esposizione debitoria dell'impresa;
- le caratteristiche principali dell'operazione di ristrutturazione del debito;
- gli effetti che la ristrutturazione del debito è destinata a produrre negli esercizi interessati dall'operazione sulla posizione finanziaria netta, sul capitale e sul reddito dell'impresa debitrice.

La natura e l'analiticità delle informazioni da fornire nella nota integrativa dipendono dalla necessità di rappresentare in modo veritiero e corretto gli effetti sulla situazione patrimoniale e finanziaria nonché sul risultato economico dell'esercizio dell'impresa debitrice.

Se la ristrutturazione del debito è strumentale per garantire il rispetto del principio di continuità aziendale (*going concern*), tale circostanza è chiaramente indicata nella nota integrativa (e/o nella relazione sulla gestione) al bilancio.

Se la ristrutturazione non si è ancora perfezionata alla data del bilancio, ove il mancato realizzo dell'operazione dovesse far venir meno la sussistenza dei requisiti per il rispetto della continuità aziendale, occorre illustrare nella nota integrativa i motivi per i quali il bilancio in corso di predisposizione è redatto in un'ottica di *going concern*.

### Principali caratteristiche dell'operazione di ristrutturazione <sup>(36)</sup>

Nella nota integrativa del bilancio relativo all'esercizio in cui la ristrutturazione diviene efficace tra le parti occorre fornire una descrizione degli aspetti principali della ristrutturazione del debito, tra cui (elenco esemplificativo, non esaustivo):

- la tipologia di ristrutturazione del debito;
- la data della ristrutturazione;
- una descrizione sintetica delle fasi mediante le quali si è svolta la ristrutturazione del debito;
- la/e modalità mediante la/e quale/i è stata operata la ristrutturazione del debito;
- la tipologia dei debiti oggetto della di ristrutturazione;
- la presenza di eventuali condizioni risolutive o sospensive dell'accordo;
- la presenza di eventuali pagamenti potenziali (ad esempio in presenza di success fee) che il debitore si impegna ad effettuare nei confronti del creditore al raggiungimento di certi obiettivi economici o finanziari o al verificarsi di determinate circostanze;
- la presenza di eventuali covenant al cui rispetto è legato il successo dell'operazione;
- i principali aspetti di un'operazione di erogazione di nuova finanza da parte del creditore direttamente connessa alla ristrutturazione del debito;

---

<sup>36</sup> estratto da: OIC-6, Ristrutturazione del Debito e Informativa di Bilancio (Organismo Italiano di Contabilità)

- le caratteristiche principali dei derivati connessi al debito ristrutturato (quali ad esempio, tipologia, valore nozionale, fair value, scadenza, data e modalità di pagamento dei flussi finanziari) e le eventuali modalità di ristrutturazione del derivato con l'indicazione degli effetti in bilancio.

Ulteriori indicazioni possono ricavarsi dalla relazione sulla gestione. Se negli esercizi successivi a quello in cui la ristrutturazione diviene efficace tra le parti, intervengono significative modifiche sulle caratteristiche dell'operazione di ristrutturazione occorre fornire in nota integrativa adeguata informativa.

#### Altre informazioni da inserire nella nota integrativa <sup>(37)</sup>

Nella nota integrativa del bilancio, relativo all'esercizio in cui la ristrutturazione diviene efficace tra le parti e/o negli esercizi successivi, sono fornite le seguenti informazioni:

- (i) un'indicazione analitica e completa dei proventi e/o degli oneri derivanti dalla ristrutturazione iscritti nelle voci E. 20 e E. 21 del conto economico. Tali componenti reddituali sono indicate separatamente nella nota integrativa.
- (ii) per ciascun gruppo omogeneo di debiti oggetto di ristrutturazione, compresi i debiti per leasing finanziari:
  - le modalità di ristrutturazione seguite, con particolare riferimento alle principali modifiche dei termini originari del debito;

---

<sup>37</sup> estratto da: OIC-6, Ristrutturazione del Debito e Informativa di Bilancio (Organismo Italiano di Contabilità)

- il valore contabile del debito alla data della ristrutturazione e alla data di riferimento del bilancio; tali valori possono coincidere o non coincidere, a causa, ad esempio, di maturazione di interessi non ancora corrisposti, rinuncia da parte del creditore della quota capitale;
  - il valore economico del debito alla data della ristrutturazione e alla data di riferimento del bilancio;
  - il beneficio derivante dalla ristrutturazione;
  - la durata residua del debito ante e post-ristrutturazione;
  - il tasso contrattuale ante e post-ristrutturazione;
  - il tasso d'interesse effettivo dell'operazione ante e post-ristrutturazione.
- (iii) se di importo significativo, la natura e l'ammontare dei costi connessi all'operazione di ristrutturazione;
- (iv) l'esistenza di eventuali garanzie e/o impegni, o di altre operazioni fuori bilancio, che possono condizionare l'esito dell'accordo o gli effetti da questi prodotti;
- (v) l'analisi delle scadenze dei debiti, compresi i debiti per leasing finanziari, evidenziando l'ammontare dei debiti avente scadenza entro l'esercizio successivo, con scadenza compresa tra un anno e cinque e con scadenza oltre i cinque anni di cui all'art.2427, n. 6, cod. civ.
- (vi) l'impatto della ristrutturazione di debiti relativi ad operazioni di leasing finanziario sull'informativa di cui all'art. 2427, n. 22, cod. civ.

Se negli esercizi successivi a quello in cui la ristrutturazione diviene efficace tra le parti intervengono significativi cambiamenti



in merito a tali aspetti, occorre fornire in nota integrativa adeguata informativa.

\* \_ \* \_ \*

## **Conclusioni**

---

Il processo di risanamento/*turnaround* per risolvere positivamente la crisi d'impresa è cosa molto complessa e necessita non solo di competenze multidisciplinari (es.: analisi di bilancio, principi contabili, analisi industriale/finanziaria, normativa, ecc.) ma anche di *leadership* per garantire che tutte le componenti del processo si allineino a vantaggio dell'unica missione che le accomuna: ripristinare la continuità aziendale. Rigore scientifico, capacità comunicative, bilanciamento tra dettaglio e strategie sono gli elementi che, come gli enzimi, riescono a catalizzare tale processo con efficienza ed efficacia.

Durante il processo di risanamento/*turnaround* si impegnano, oltre all'azienda in crisi con il proprio azionista e management, diverse entità professionali come l'Advisor Legale, l'Advisor Industriale, l'Advisor Finanziario e l'Attestatore, quest'ultimo con il compito, in qualità di terzo indipendente, di validare il piano di risanamento sotto il profilo della veridicità dei dati e della fattibilità. La complessità organizzativa che, inevitabilmente, si crea durante la fase di allineamento strategico ed operativo dei vari attori del processo, rappresenta la massima criticità sulla quale operare la massima attenzione per una conduzione efficace/efficiente dell'intero processo e, in ultima istanza, del compimento della missione dello stesso, ovvero del risanamento dell'azienda in crisi. Nei casi in cui è previsto anche l'intervento del Tribunale (es.

art.182 bis) si aggiunge un ulteriore fattore di complessità da tenere in considerazione durante lo svolgimento delle attività, e soprattutto della tempistica.

Infine, si riporta il seguente *statement* che, a mio avviso, sintetizza in maniera impeccabile, alla luce di tali conclusioni, il complesso processo di *turnaround*:

***“A turnaround process involves bringing leadership, strategy setting, building a quality management team, acquiring new business/sales, establishing sound capital structure, implementing processes and nurturing resources. Distressed company leadership is about value preservation, recovery, communicating with multiple stakeholders, rebuilding, saving jobs and leading in adversity (38)”.***

\* \_ \* \_ \*

---

<sup>38</sup> Recovering Value: Turnaround Management and Distressed Investing Strategies (A Compendium of Articles By John M. Collard, Strategic Management Partners)

## Bibliografia

---

1. Crisi d'Impresa e Ristrutturazione del Debito (Alberto Tron, Stefano Ambrosini, Giulio Andreani), Gruppo 24 Ore.
2. La crisi d'Impresa: l'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione del debito (SAF, Scuola di Alta Formazione), ODCEC.
3. Deployment & Monitoring di un piano di risanamento, a cura del Prof. Alberto Tron e dell'Ing. Giuseppe De Giovanni.
4. Recovering Value: *Turnaround* Management and Distressed Investing Strategies, John M. Collard (Strategic Management Partners).
5. I Principi di Attestazione dei Piani di Risanamento, a cura di: AIDEA (Accademia Italiana Di Economia Aziendale), IRDCEC (Istituto di Ricerca dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili), ANDAF (Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari), APRI (Associazione Professionisti Risanamento Imprese), OCR (Osservatorio Crisi e Risanamento delle Imprese)
6. OIC-6, Ristrutturazione del Debito e Informativa di Bilancio (OIC: Organismo Italiano di Contabilità).
7. Legge Fallimentare Regio Decreto 16 marzo 1942, n.267 (aggiornata ultimamente dal Decreto Legge 27 Giugno 2015, n.83, convertito nella legge 6 Agosto 2015, n.132).
8. [www.sosbiz.biz](http://www.sosbiz.biz) (Strategic Organization Solution, Ing. Giuseppe De Giovanni).