



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Controllo di Gestione Avanzato

La crisi d'impresa ed il ruolo del controllo di gestione
Il caso di ATAC SpA

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Edoardo Ghelli

Matr. 672151

CORRELATORE

Prof. Fabio Fortuna

ANNO ACCADEMICO

2016/2017

Indice

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 - LA CRISI AZIENDALE	4
1.1 Definizione della crisi	4
1.2 Disfunzioni e crisi d'impresa	9
1.3 Stadi della crisi	12
1.4 Le principali cause della crisi	16
1.5 Le tipologie di crisi	19
1.6 Reversibilità e gestione della crisi d'impresa	24
CAPITOLO 2 - IL CONTROLLO DI GESTIONE COME STRUMENTO DI UNA CORRETTA GESTIONE AZIENDALE DELLA CRISI	27
2.1 La riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo criteri finanziari	28
2.1.1 L'analisi di liquidità	30
2.1.2 L'analisi di solidità	38
2.2 L'analisi economica	43
2.3 L'analisi del <i>cash flow</i>	47
2.4 Riepilogo	49
CAPITOLO 3 - L'ORGANO SOCIALE PREPOSTO ALLA GESTIONE	50
3.1 I requisiti civilistici richiesti per la funzione di amministratore	52
3.1.1 Approfondimento sul "nuovo" concetto di diligenza ed agire informato	54
3.2 La fattispecie della responsabilità dell'amministratore – breve cenno giuridico	57
3.3 Responsabilità da Attività di direzione e coordinamento ed il caso delle società " <i>in house</i> "	58
3.4 Gli errori da evitare (obbligo di intervento e manifestazione di dissenso)	62
CAPITOLO 4 - IL "DECRETO MADIA" E L'ANALISI DEL RISCHIO DI DEFAULT NELLE PARTECIPATE PUBBLICHE	64
4.1 La genesi del "Decreto Madia"	64
4.2 Approfondimenti e differenze tra il decreto attuativo 19 agosto 2016, n. 175 ed il relativo decreto correttivo 16 giugno 2017, n. 100 nella prospettiva della crisi aziendale	66
4.3 Il modello " <i>Z – Score</i> " di Altman	69
4.4 Il merito creditizio e l'importanza dell'analisi "andamentale" per il controllo del rischio di default dell'impresa	75

CAPITOLO 5 - IL CASO DI ATAC S.P.A.	79
5.1 L'azienda e il relativo <i>business</i>	79
5.2 Analisi tecnica al bilancio	81
5.2.1 L'analisi di liquidità	83
5.2.2 L'analisi di solidità	85
5.2.3 Osservazioni Aggiuntive	88
5.3 La decisione strategica del nuovo CdA	90
 CONCLUSIONI	 97
 BIBLIOGRAFIA	 99
 SITOGRAFIA	 101
 RINGRAZIAMENTI	 101

INTRODUZIONE

“L’azienda è una unità elementare dell’ordine economico-generale, dotata di vita propria e riflessa, costituita da un sistema di operazioni, promanante dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione delle forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione e del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico, a valere nel tempo, suscettibile di offrire una remunerazione adeguata dei fattori utilizzati e un compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, al soggetto economico per conto del quale l’attività si svolge”¹.

Così il Professore Egidio Giannessi definì nel 1960 il concetto d’azienda.

Quello su cui deve necessariamente cadere l’attenzione è il fatto che qualsiasi tipologia d’azienda, a prescindere che sia pubblica o privata, di produzione o di consumo, *profit o no-profit*, abbia un unico ed imprescindibile obiettivo: conseguire un “*equilibrio economico a valere nel tempo*”.

In particolare affinché possa sopravvivere nel tempo, l’azienda deve perseguire necessariamente una condizione di economicità ed efficienza sia nel breve, che nel lungo termine, raggiungendo contestualmente, così come sarà analizzato nel primo capitolo, un equilibrio patrimoniale, economico e finanziario.

È proprio all’interno di tale contesto che si sviluppa l’analisi del presente elaborato, poiché, nel momento in cui in una realtà aziendale viene meno l’equilibrio economico a valere nel tempo, e di conseguenza non è più possibile svolgere l’attività economica secondo il principio della continuità aziendale, si manifesta lo stato della crisi aziendale.

Nel mio elaborato, infatti, ho deciso di studiare il fenomeno della crisi dell’impresa tramite l’utilizzo d’idonei strumenti forniti sia dalla dottrina aziendale, sia dalle scienze matematico-statistiche.

L’obiettivo cardine è, dunque, quello di mostrare come il controllo di gestione abbia una fondamentale rilevanza sia nelle fasi antecedenti la crisi aziendale che in quelle successive.

Tramite l’analisi per indici di bilancio, l’analisi economica, quella finanziaria e il cosiddetto “Z – score” di Altman, è infatti possibile individuare i segnali “premonitori” di un prossimo stato di crisi aziendale e al contempo, qualora si stia analizzando una realtà in cui la crisi si è già manifestata, individuare i punti di forza dell’impresa al fine di adottare le strategie atte al risanamento di un consueto stato di salute.

¹ E. GIANNESSI, *Le aziende di produzione originaria*, I vol., *Le aziende agricole*, Corsi, Pisa, 1960

Nei prossimi capitoli cercherò, quindi, di fornire una spiegazione teorica ed analitica dei vari strumenti aziendali e statistici, per poi utilizzarli in applicazione di un caso pratico.

In particolare, sulla base delle recenti novità fornite dal “Decreto Madia” in tema di partecipazioni societarie delle Amministrazioni Pubbliche, si è deciso di analizzare il complesso caso aziendale di ATAC S.P.A., la società controllata al cento per cento dal Comune di Roma ed affidataria *in-house* del servizio di trasporto pubblico per Roma Capitale, che purtroppo attualmente sta attraversando una profonda crisi di risultati.

L’analisi è stata svolta sulla base dei dati degli ultimi quattro esercizi, quando, come sarà approfondito nel capitolo 5, l’azienda romana soffriva già delle conseguenze di una crisi nata molti anni prima.

In questo modo ho voluto enfatizzare la portata degli strumenti del controllo di gestione per individuare quei punti di forza dell’azienda sulla base dei quali innescare il processo d’inversione della crisi aziendale.

Cercando in tutto l’elaborato di evidenziare la relazione tra il concetto teorico e la relativa implementazione operativa, ho seguito la seguente struttura:

Nel Capitolo 1, viene identificato il concetto di crisi che spesso, a causa della mancanza di una precisa definizione nel nostro attuale Ordinamento Giuridico, è confuso con l’insolvenza (incapacità di rispettare i propri impegni finanziari negli importi e nelle scadenze), con il fisiologico squilibrio economico, finanziario e patrimoniale (un’azienda non può pensare di assestarsi continuativamente su livelli d’equilibrio, ma dovrà necessariamente fronteggiare dei temporanei squilibri) e con il concetto di declino. Una volta identificato il fenomeno oggetto di valutazione, si propone un *framework* sulle tipologie di crisi che si possono riscontrare nelle realtà aziendali, in base allo stadio in cui essa si trova e alle possibili cause scatenanti.

Nel Capitolo 2, sono analizzati gli strumenti del controllo di gestione, ponendo particolare attenzione alla riclassificazione dei bilanci d’esercizio, all’analisi per indici, all’analisi economica ed a quella finanziaria.

Nel Capitolo 3, si è deciso di proporre uno schema d’analisi sulla responsabilità degli amministratori in relazione, appunto, alla crisi d’impresa. In particolare, si cerca d’identificare il momento preciso in cui l’organo amministrativo possa essere considerato responsabile per l’andamento negativo della società, in considerazione del fatto che non sussiste l’obbligo di “amministrare con successo” la stessa e, soprattutto, non può essere ammessa la sindacabilità delle scelte manageriali.

Nel Capitolo 4, vengono presentati i passi giuridici che hanno portato all’entrata in vigore dell’attuale “Decreto Madia”, presentando le rilevanti novità in tema di crisi d’impresa per

quelle realtà che presentano la forma giuridica delle società di capitali, ma che, di fatto, sono controllate totalmente da un Ente Pubblico. Tra le innovazioni più importanti si possono individuare l'obbligo della redazione di specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale (tra cui assumono rilevanza lo “*Z – score*” di Altman e l'analisi “andamentale”) e l'ammissibilità delle società a partecipazione pubblica alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo.

Nel Capitolo 5, infine, si utilizzano le tecniche dell'analisi di bilancio ed i metodi statistici per studiare il caso di ATAC S.P.A., fornendo alcuni spunti di riflessione sulle possibilità future dell'azienda romana.

CAPITOLO 1 - LA CRISI AZIENDALE

In via preliminare è necessario definire il concetto di crisi che, spesso, per differenze concettuali nella dinamica economico-aziendale, genera confusione terminologica o viene utilizzato in modo inappropriato per descrivere situazioni aziendali di altra natura e specie. Per questo, nella prima parte, verrà fornita un'analisi sulla differenza dei vari "momenti" aziendali: "la crisi", "l'insolvenza", "la disfunzione" ed "il declino"; mentre, nella seconda parte, saranno analizzate le cause di una crisi d'impresa e verrà fornita una tassonomia delle differenti tipologie di crisi in cui può cadere vittima un'azienda.

1.1 Definizione della crisi

L'Ordinamento Giuridico Italiano non ha mai fornito una definizione puntuale di "crisi d'impresa". Questo fatto ha creato molte difficoltà sia nell'identificazione del fenomeno, sia nella pratica professionale, dove gli esperti sono incaricati di stabilire il momento esatto in cui si verifica la crisi dell'impresa.

Per riuscire a sviluppare una corretta analisi dello stato di salute di un'impresa, obiettivo principale del seguente elaborato, è necessario definire lo stato di crisi.

Quest'ultima rappresenta la premessa per l'attivazione di quelle procedure che hanno come obiettivo il risanamento della normale gestione d'impresa e che permettono, così, di evitarne il fallimento (si pensi, ad esempio, agli articoli 160 e 182-*bis* della legge fallimentare che disciplinano, rispettivamente, le materie del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti).

Nella letteratura economico-aziendale sono state fornite diverse definizioni di crisi con l'intento di superare quelle ambiguità e quelle carenze lasciate dall'impianto normativo. Ne sono un esempio le seguenti citazioni:

1. Situazione contraddistinta da forte incertezza le cui cause e i cui effetti sono sconosciuti²;
2. Evento che ha bassa probabilità di verificarsi, ma che può minacciare la sopravvivenza dell'azienda³;

² Dutton J.E., *"The processing of crisis and non-crisis strategic issue"* – 1986

³ Jackson S.E., Dutton J.E., *"Categorizing strategic issue: Links to organizational action"* - 1987

3. La crisi è un evento che ha bassa probabilità di verificarsi e ad alto impatto, che minaccia la sopravvivenza dell'organizzazione e che è caratterizzato da ambiguità delle cause, degli effetti e delle modalità di risoluzione, tanto da ritenere che le decisioni devono essere assunte velocemente⁴.
4. La crisi rappresenta lo stato di grave perturbazione delle condizioni di salute aziendale, che solitamente si associa alla perdita perdurante di valore economico del capitale e alla incapacità di sopravvivenza⁵.

Queste definizioni sembrano, purtroppo, troppo generiche e focalizzate solo sull'inquadramento delle modalità con le quali si manifesta la crisi, piuttosto che sulla definizione del fenomeno nelle sue caratteristiche intrinseche.

Occorre, dunque, sviluppare un'ulteriore analisi al fine d'individuare descrizioni maggiormente esplicative.

L'articolo 5 della legge fallimentare sviluppa una chiara definizione del concetto di "insolvenza"; esso recita: *"L'imprenditore che si trova in stato d'insolvenza è dichiarato fallito.*

Lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni".

Sembrerebbe, dunque, intuitivo fare coincidere la definizione di "stato di crisi" con quella di "stato di insolvenza", ma questo potrebbe far commettere all'imprenditore, o ai suoi professionisti, un grave errore.

In particolare, si deduce facilmente che lo stato di crisi rappresenti il presupposto per l'attivazione degli istituti prefallimentari, mentre lo stato di insolvenza attivi la procedura del fallimento. Sovrapporre, dunque, i due fenomeni implicherebbe anche far combaciare e, quindi rendere vane, le leggi sul fallimento e gli istituti prefallimentari, i quali esistono proprio allo scopo di sviluppare una *strategia di win-win* per tutti i soggetti coinvolti, evitando l'aggressione patrimoniale da parte dei creditori insoddisfatti.

Un'ulteriore prova, a conferma della necessità di tenere separati i fenomeni *ut supra*, è fornita dal fatto che lo stato d'insolvenza ha natura statica, mentre lo stato di crisi ha natura dinamica.

L'insolvenza rappresenta, infatti, una fotografia, una condizione economica oggettivamente individuabile che si mostra ex-post come effetto di un altro evento che l'ha generato (il debitore, sistematicamente, non è più in grado di soddisfare le proprie obbligazioni).

⁴ Pearson e Clair, *Reframing crisis management* - 1988

⁵ Pencarelli, *Crisi d'impresa: diagnosi, previsioni e procedure di risanamento* - 2013

La crisi, al contrario, si delinea come un processo dinamico che scaturisce da altri fattori (esogeni e/o endogeni all'impresa), i quali saranno analizzati successivamente, e che, solo nel momento in cui inizia a degenerare, potrebbe portare allo stato d'insolvenza.

Gli effetti della crisi, in altre parole, non seguono un percorso sequenziale, non possono essere determinati a priori e dipendono dallo sviluppo della gestione dell'impresa considerata.

Come afferma il Quagli ne “*il concetto di crisi d'impresa come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*”⁶, la nozione di crisi d'impresa si posiziona in un continuum che vede agli estremi opposti una visione fin troppo generica, secondo cui la crisi rappresenta una successione di andamenti negativi tali da richiedere un intervento energico, e una visione troppo specifica, se non addirittura tautologica, che identifica la crisi come insolvenza finanziaria.

Secondo l'autore, la crisi deve essere concepita come una probabilità di futura insolvenza e, di conseguenza, non può sussistere una perfetta coincidenza dei due fenomeni esaminati.

Tale concezione è confermata anche dalla Commissione Europea che, tramite la Raccomandazione del 12 Marzo del 2014 su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza, recita quanto segue: “il debitore dovrebbe poter procedere alla ristrutturazione della propria impresa in una fase precoce, non appena sia evidente che sussiste probabilità di insolvenza”.

Interpretare il fenomeno della crisi aziendale come il rischio atteso di non riuscire ad adempiere nei tempi e negli importi alle obbligazioni assunte, permette di individuare una linea di demarcazione rispetto allo stato d'insolvenza, ma, al fine di fornire una definizione concisa della suddetta fattispecie, è necessaria un'ulteriore precisazione.

In questa prospettiva, il Quagli enfatizza l'importanza di creare una definizione di crisi che sia “operativa”, ovvero capace di aiutare i professionisti nello svolgimento delle loro attività di consulenza.

Tale definizione dovrebbe possedere due caratteristiche fondamentali:

- Deve essere *puntuale*, ovvero temporalmente identificabile, tenuto conto di un determinato livello di errore (come sarà analizzato successivamente, la crisi potrebbe essere latente e difficilmente riscontrabile);
- Deve essere *verificabile*, vale a dire identificabile anche da soggetti interni ed esterni all'impresa che siano diversi dall'imprenditore.

⁶ A. Quagli, “*il concetto di crisi d'impresa come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*”, 2016

Tenuto conto delle informazioni fino ad ora analizzate, si può sviluppare una definizione che rispetti i vincoli sopracitati e che permetta di inquadrarne le caratteristiche distintive.

Adottando quello che il Quagli definisce “*Approccio interno-previsionale*”, si può individuare lo stato di crisi sulla base delle informazioni fornite dai piani economico-finanziari interni all’impresa.

Questo metodo valutativo si basa sia su una visione “interna”, dato che utilizza i piani economico-finanziari predisposti dall’organo amministrativo, sia su una prospettiva “previsionale”, poiché i suddetti piani esplicitano gli obiettivi e gli strumenti per la futura dinamica gestionale.

Avendo a disposizione i piani industriali, il professionista potrà analizzare i dati contabili di un determinato periodo futuro (solitamente i piani vengono redatti a tre o cinque anni) e questo permetterà di individuare con una certa precisione il momento in cui l’azienda diventerà insolvente.

L’analisi della contabilità, in generale, permette di ottenere informazioni quantitative sulla gestione, ma i dati così individuati presentano una natura meramente consuntiva delle operazioni già concluse. Nel caso particolare dell’individuazione e della definizione di crisi, la contabilità non è sufficiente perché non analizza le prospettive gestionali che inevitabilmente influenzeranno la probabilità futura d’insolvenza.

Tramite l’approccio interno-previsionale, al contrario, è possibile superare questo limite e, di conseguenza, ottimizzare l’utilizzo dello strumento contabile.

A conclusione di quanto è stato fino ad ora analizzato, è possibile definire la crisi come “*sistematica incapacità dei flussi di cassa reddituali attuali e prospettici di fronteggiare l’adempimento delle obbligazioni assunte e pianificate tramite il normale andamento gestionale*”⁷.

Si evince subito che tale definizione abbia sia natura *puntuale*, in quanto si può prevedere il momento in cui l’azienda avrà dei flussi di cassa insufficienti, sia natura *verificabile*, poiché si basa su documenti che, soprattutto per le grandi aziende, vengono tendenzialmente resi pubblici.

La definizione può essere scomposta in due parti distinte al fine di fornire una sua interpretazione approfondita e dettagliata.

La prima parte, rappresentata dalla “*sistematica incapacità dei flussi di cassa reddituali attuali e prospettici di fronteggiare l’adempimento delle obbligazioni assunte e pianificate*”, permette

⁷ A. Quagli, 2016, *op. cit.*

di capire che un'azienda si trova in uno stato di crisi quando prospetticamente e sistematicamente non è in grado di fronteggiare le proprie passività con i flussi di cassa.

Questa incapacità non può riferirsi solamente ai debiti e ai flussi di cassa attuali, ma deve necessariamente considerare anche quelle passività e quelle disponibilità liquide future che sono pianificate e che risultano, appunto, dai piani industriali.

È logico immaginare che, se gli amministratori hanno programmato nei prossimi anni di acquistare un importante macchinario produttivo, nel medio termine l'azienda avrà un determinato fabbisogno finanziario che si sommerà al suo fabbisogno attuale e che dovrà essere coperto tramite le disponibilità attuali e prospettiche. Tale situazione, come sarà approfondito nel prossimo paragrafo, non rappresenta di per sé uno stato di crisi, ma solamente uno stato di disequilibrio perché non implica necessariamente una ricorrente incapacità di copertura.

Se, tuttavia, dall'analisi dei dati forniti dal piano economico-finanziario risulta un sistematico deficit tra flussi positivi e flussi negativi, la probabilità di futura insolvenza aumenta e, quindi, l'organo amministrativo deve attivarsi affinché si eviti che la crisi sfoci in una situazione irreversibile.

La seconda parte della definizione, rappresentata dalla dicitura “*tramite il normale andamento gestionale*”, significa che l'organo amministrativo deve riuscire a controbilanciare lo stato di crisi attraverso quelle operazioni che rientrano nella normale gestione, senza fare esclusivo affidamento sulle operazioni straordinarie.

In altre parole, gli amministratori, o in generale tutti i soggetti che hanno il potere di risanare lo stato di crisi prima che sfoci in un'insolubilità irreversibile, non possono commettere l'errore di pensare di poter coprire i futuri deficit tramite un nuovo aumento di capitale, la dismissione di un ramo d'azienda oppure il risanamento dei debiti (operazioni previste dagli istituti prefallimentari). Bisogna, comunque, avere presente che lo stato di crisi sussiste anche se sono disponibili tali procedure di risanamento.

Concludendo questa prima analisi, la crisi d'impresa rappresenta una situazione dinamica in cui la combinazione tra le operazioni attuali e quelle prospettiche potrebbe rendere l'azienda incapace di adempiere alle obbligazioni assunte e programmate.

La crisi è, dunque, un fenomeno distinto rispetto all'insolvenza e la capacità dell'organo amministrativo di individuarla in anticipo permette di aumentare la probabilità di risanare la “salute” dell'intero sistema aziendale

1.2 Disfunzioni e crisi d'impresa

Acquisita la definizione della crisi come la *“sistematica incapacità dei flussi di cassa reddituali attuali e prospettici di fronteggiare l’adempimento delle obbligazioni assunte e pianificate tramite il normale andamento gestionale”*, il passo successivo è quello di fornire una chiara distinzione tra lo stato di crisi e le disfunzioni che si manifestano durante lo svolgimento della normale gestione aziendale.

Nella dottrina economico-aziendale si sono sviluppate differenti teorie intorno al concetto di azienda, tra cui assume particolare rilevanza quella che identifica l’impresa come un sistema.

Tra i principali autori della cosiddetta *teoria sistemica*, si possono individuare Gino Zappa e Aldo Amaduzzi.

Tali autori hanno sviluppato due differenti, seppur simili, definizioni di azienda che permettono di comprendere meglio il fenomeno della crisi d’impresa.

Lo Zappa definisce l’azienda come *“un istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, ordina e svolge in continua coordinazione la produzione, o il procacciamento o il consumo della ricchezza”*⁸, mentre l’Amaduzzi identifica l’impresa in qualità di un *“sistema di forze economiche che sviluppa, nell’ambiente di cui è parte complementare, un processo di produzione, o di consumo, o di produzione e di consumo insieme, a favore del soggetto economico, ed altresì degli individui che vi operano”*⁹.

Senza entrare nel dettaglio delle rispettive teorie, i due autori focalizzano la loro attenzione sul concetto che l’impresa rappresenta un sistema di forze, costituite dalle risorse umane, materiali, immateriali e finanziarie, in cui la loro coordinazione deve essere tale da garantire un permanente equilibrio del sistema stesso, cosicché questo possa assolvere alla sua funzione economica.

L’azienda, quindi, esiste nel momento in cui mantiene uno stato di equilibrio generale, il quale dipende a sua volta da tre equilibri particolari.

Quest’ultimi sono rappresentati dall’equilibrio patrimoniale, economico e finanziario.

L’equilibrio patrimoniale si raggiunge quando l’impresa è dotata di uno stock di attività tale da eccedere il totale delle passività.

L’equilibrio economico dipende dalla capacità dell’azienda di produrre un flusso di ricavi che sia in grado di remunerare i fattori della produzione.

⁸ G. Zappa, *“le produzioni dell’economia dell’impresa”*, 1956

⁹ A. Amaduzzi, *“L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni”*, 1967

L'equilibrio finanziario, infine, rappresenta la condizione per cui le entrate finanziarie riescono a fronteggiare le obbligazioni sia in termini di importo, sia in termini di tempismo nei pagamenti.

Il concetto di "equilibrio permanente" non deve, comunque, essere interpretato in senso restrittivo.

Nella vita di un'impresa, infatti, è frequente che si alternino periodi di sviluppo a periodi di flessione, e viceversa.

I momenti di contrazione sono caratterizzati da condizioni disfunzionali interne al sistema aziendale, che non implicano necessariamente uno stato di crisi.

È necessario, dunque, analizzare la differenza tra le disfunzioni del sistema e la crisi dell'impresa.

Le disfunzioni rappresentano *"un'interruzione dei nessi di correlazione-coordinamento fra le componenti del sistema aziendale, o fra queste e l'ambiente esterno"*¹⁰. In altri termini, le disfunzioni determinano l'alterazione delle modalità di interazione tra i sottosistemi, che costituiscono l'impresa, e l'indebolimento delle condizioni di esistenza del sistema nel suo insieme.

A causa del dinamismo del sistema ambientale e dei sottosistemi aziendali, è utopistico pensare che l'impresa sia costantemente in equilibrio, pertanto il determinarsi delle disfunzioni è un fenomeno che fa parte dell'andamento fisiologico della gestione dell'impresa.

La crisi d'impresa, invece, è un fenomeno di carattere patologico. Essa scaturisce da un processo degenerativo delle disfunzioni, al quale l'impresa non ha saputo far fronte in modo efficace e tempestivo. Proprio nell'incapacità dell'impresa di reagire in modo adeguato allo sviluppo del processo di deterioramento del sistema dei rapporti di coerenza risiede il "nucleo della patologia insita nelle crisi aziendali"¹¹.

Si può, quindi, affermare che la disfunzione non è una minaccia per l'equilibrio dell'impresa se eliminata in modo tempestivo ed efficace¹².

Nel momento in cui si manifesta l'eventuale disfunzione, prima che si inneschi il processo infettivo-degenerativo che causerebbe una vera e propria crisi, l'organo amministrativo potrà rimuoverla adottando tempestivi correttivi capaci di riportare il sistema su livelli di equilibrio.

¹⁰ E. Giacosa, *Il fenomeno della crisi aziendale: un modello di percezione del fenomeno della crisi aziendale nel sistema impresa* - 2016

¹¹ R. Passeri, *Finanza straordinaria per la crisi d'impresa - il ruolo della gestione straordinaria negli stati patologici d'impresa* - 2009

¹² E. Giacosa, *op. cit.*

La crisi, al contrario, rappresenta una minaccia per l'equilibrio del sistema azienda che rischia di sfociare nell'insolvenza e nel dissesto dell'impresa stessa.

In altri termini, la crisi dell'azienda nasce nel momento in cui quest'ultima non riesca più ad operare in condizioni fisiologiche, ma presenti circostanze tali da essere considerate patologiche.

I periodi di flessione, tuttavia, non devono essere sottovalutati e l'individuazione dei loro sintomi è fondamentale al fine di evitare lo sviluppo di reazioni a catena che sfocerebbero, inevitabilmente, nella crisi dell'impresa. Questi sintomi, come sarà analizzato a breve, sono visti come motivi di propensione alla crisi¹³.

Tale propensione può essere legata a:

1. Fattori macroeconomici, cioè quelli che riguardano la situazione sociale, economica e politica di uno o più Stati.

I fenomeni macroeconomici rappresentano, indubbiamente, delle variabili esogene non controllabili dall'organo amministrativo, ma la cui negligenza risulta fatale durante i fisiologici periodi di decadenza aziendale.

Ne costituiscono alcuni esempi i seguenti fattori: l'instabilità politica, l'eccessiva ed inefficiente burocrazia statale, il peso rilevante e crescente dell'imposizione fiscale cui non corrispondono adeguati servizi resi alla collettività, le incertezze e gli squilibri generati dalla variabilità dei tassi di cambio, la carenza di infrastrutture essenziali, le variazioni dei tassi di interesse che spesso sono legati all'inflazione e che condizionano fortemente i livelli di investimento delle imprese, le differenze nei livelli di costo del lavoro tra i vari Paesi, la debolezza del sistema bancario.

2. Fattori settoriali, ovvero quegli elementi che riguardano il contesto in cui opera l'impresa e che possono avviare una condizione di declino.

I settori sono spesso caratterizzati da diversi stadi di vita per cui si possono osservare settori maturi, in espansione e quelli di nuova creazione. La decadenza riguarda esclusivamente i settori maturi, ma gli squilibri possono interessare tutti i gruppi poiché si possono riscontrare vari fenomeni come, ad esempio, l'introduzione di nuovi prodotti e/o nuovi competitors, una scarsa redditività iniziale e una variabilità delle quote di mercato. Come osservato per l'andamento della vita di un'impresa, possono esistere settori ad intensa ciclicità in cui si alternano periodi negativi e periodi positivi. Spesso queste ciclicità sono facilmente prevedibili e, quindi, durante la "fase positiva"

¹³ Passeri, 2009, *op. cit.*

dovrebbe risultare possibile predisporre i mezzi necessari a far fronte ai periodi negativi (solo grossi errori di valutazione e le oscillazioni straordinarie, in termini di ampiezza e durata, possono trasformare gli squilibri in vere e proprie situazioni di crisi).

3. Fattori microeconomici, vale a dire quelle variabili interne al sistema aziendale. Ne sono un esempio la perdita di redditività, che causa spesso una riduzione degli investimenti, la negatività dei flussi di cassa, la riduzione delle vendite, il peggioramento del mix di prodotti, il peggioramento dei rapporti con i fornitori, la perdita dei migliori manager e del personale qualificato, il peggioramento della struttura finanziaria (intesa sia in termini di rapporto tra debito e capitale proprio, sia in termini di composizione del passivo, che deve presentare un'equa ripartizione tra debiti a breve, medio e lungo periodo), carenza di pianificazione e programmazione strategica, peggioramento delle relazioni con gli istituti di credito.

1.3 Stadi della crisi

La crisi rappresenta una manifestazione patologica che si sviluppa lentamente e, spesso, in modo latente. Riuscire ad indentificarne i sintomi tempestivamente è fondamentale per evitare di raggiungere l'irreversibile stato d'insolvenza. In questo senso, la letteratura dell'organizzazione aziendale ha sviluppato un semplice esempio capace di enfatizzare l'importanza della percezione di tali segnali premonitori.

In particolare, si analizza la metafora della “*boiling frog*”: questa parabola descrive una rana che, lentamente, viene fatta bollire viva. Il presupposto è molto comprensibile e si basa sul concetto che se una rana venisse posta improvvisamente in acqua bollente, essa salterà fuori.

Viceversa, se la stessa rana venisse posta in acqua tiepida e, successivamente, si portasse l'acqua ad ebollizione, essa non percepirà né il dolore né il pericolo e, così, sarà cotta fino alla morte.

In particolare, la suddetta metafora focalizza l'attenzione sul concetto che, fino a quando i cambiamenti e i segnali di pericolo sono repentini e, quindi, facilmente percepibili, le organizzazioni riescono ad attivarsi per rimuovere la minaccia, ma, al contrario, quando i cambiamenti sono latenti e difficilmente osservabili, le organizzazioni falliscono nella loro inerzia.

Nella letteratura aziendale, alcuni autori utilizzano il termine di “declino” per descrivere il processo di deterioramento che può sfociare in uno stato di crisi.

Da un punto di vista sostanziale non esiste una differenza tra lo stato di declino e quello di disfunzione, ma, mentre questa trova fondamento nella teoria sistemica, il concetto di “declino” si basa sulla teoria della creazione del valore. Quest’ultima ha sviluppato la dottrina secondo la quale l’accrescimento del valore del capitale rappresenta il mezzo fondamentale per garantire la sopravvivenza dell’azienda nel lungo periodo.

Da ciò si può dedurre che un’impresa entra nello stato di declino nel momento in cui distrugge il valore del capitale economico.

Il declino non necessariamente si identifica in relazione a perdite economiche, ma si può manifestare anche in presenza di una continua riduzione di flussi reddituali positivi.

È necessario, come affermato nel precedente paragrafo, tenere in considerazione anche le perdite attese, e non solo quelle effettivamente conseguite, poiché la riduzione della capacità dell’impresa di creare valore in futuro è un fattore che causa il declino.

Un’ultima causa del declino può essere rappresentata dall’aumento dei rischi collegati al sistema aziendale (in particolare, si identificano il rischio operativo, il rischio strategico e il rischio finanziario). In alcuni casi, essi sono più pericolosi rispetto alle riduzioni dei flussi reddituali perché meno visibili e controllabili. A parità di reddito, l’aumento dei rischi comporta maggiori probabilità di ottenere risultati futuri non in linea con le attese.

Da un punto di vista temporale, il fenomeno del declino, salve rare eccezioni, si presenta come un processo graduale e prolungato, quindi difficile da percepire in modo univoco.

L’errore più grave che potrebbe commettere l’organo amministrativo durante le fasi del declino è, indubbiamente, quello di sottovalutare tale situazione ed assumere un atteggiamento inerte nella convinzione che la riduzione dei flussi economico-finanziari sia da attribuire esclusivamente a fenomeni fisiologici della vita dell’impresa.

Riprendendo l’esempio della *boiling frog*, il processo del declino rappresenta la situazione in cui “l’impresa” viene posta in acqua tiepida, che solo successivamente e lentamente raggiungerà l’ebollizione.

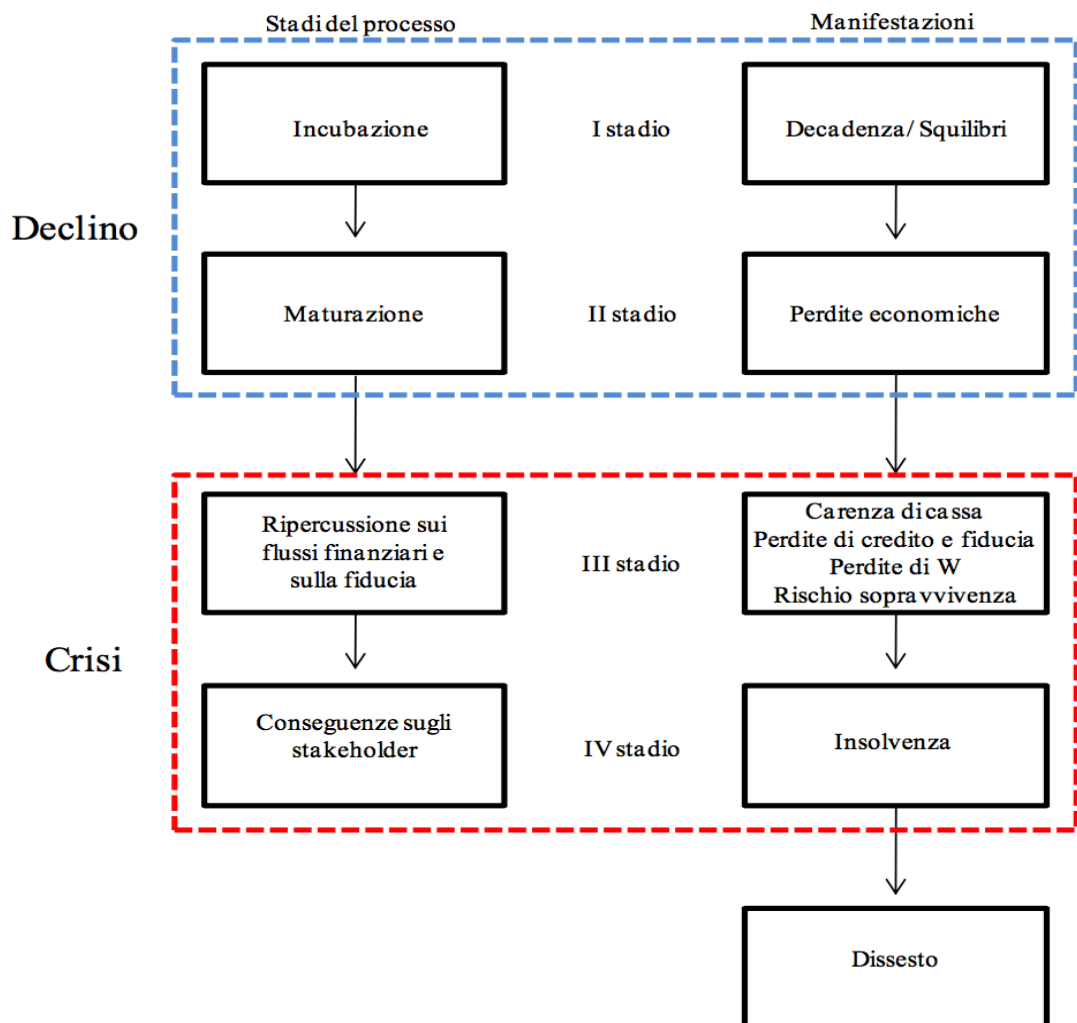
Il passaggio dal declino alla crisi, come sarà approfondito a breve, avviene quando l’incapacità dell’impresa di generare flussi reddituali sufficienti origina una situazione incontrastabile senza l’intervento di altri eventi esterni, come, ad esempio, i sacrifici sostenuti dagli *stakeholders*.

La crisi, dunque, è la degenerazione del declino, la quale ha delle evidenti ripercussioni anche sull’ambiente esterno e su tutti i soggetti interessati all’azienda.

Tale passaggio è costituito da diverse fasi, ognuna delle quali presenta sintomi e manifestazioni differenti.

L'individuazione dei segnali premonitori della crisi è, sicuramente, facilitata dall'analisi di ogni stadio che dalla normale disfunzione fisiologica porta alla patologica situazione di crisi. Come afferma il Guatri ne *“Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore”*¹⁴, si possono identificare quattro stadi della crisi aziendale:

Figura 1 - I quattro stadi del percorso di crisi



Fonte: Guatri (1995)

Da questo schema è possibile individuare due fasi principali, che sono rispettivamente la fase del declino e quella della crisi.

La “fase del declino” è rappresentata, a sua volta, da due stadi identificabili con *l’incubazione* e la *maturazione*, mentre la “fase della crisi” è costituita dallo *stadio delle gravi ripercussioni* sia

¹⁴ Guatri, *“Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore”*, 1995

sui flussi economico-finanziari, sia sulla fiducia nei confronti dell'impresa, e dallo stadio che lede in modo evidente tutti gli stakeholders dell'azienda.

Ognuno di questi quattro stadi si manifesta attraverso differenti segnali, che l'amministrazione dovrà saper riconoscere.

Dallo schema proposto si evince come lo stato di declino, se non opportunamente analizzato e riequilibrato, inneschi la patologia della crisi, la quale, a sua volta, conduce al dissesto.

Il declino è la fase in cui la capacità dell'impresa di generare flussi reddituali inizia ad essere erosa, con conseguente riduzione del valore del capitale economico e indebolimento dell'immagine aziendale.

Questa fase contribuisce, quindi, a generare una situazione di decadenza che si può manifestare, ad esempio, in un peggioramento dei rapporti con clienti e fornitori.

Come è stato affermato in precedenza, il declino è un fenomeno difficilmente identificabile che potrebbe essere confuso con il normale passaggio fisiologico della vita d'impresa. In questa fase, però, le opportunità di risanamento sono molto elevate, infatti, tramite semplici operazioni gestionali, l'amministrazione potrebbe riportare i flussi reddituali su normali livelli.

È necessario approfondire gli stadi che compongono questa fase:

1. *Lo stadio di incubazione*, le cui manifestazioni sono rappresentate da segnali di decadenza e di squilibrio. La decadenza deve essere intesa in termini qualitativi come indebolimento dei rapporti con l'esterno, dell'adeguatezza dei propri prodotti e della capacità di gestire eventuali opportunità o minacce provenienti dall'esterno. Gli squilibri, al contrario, hanno natura quantitativa e riguardano i saldi economici, finanziari e patrimoniali (non necessariamente negativi, ma in calo rispetto ai valori storici).
2. *Lo stadio di maturazione*, il quale segna la rivelazione dei segnali di decadimento dell'impresa, che si esplicano nelle perdite economiche. Questo stadio rappresenta il labile confine tra fase di declino e fase di crisi.

La fase della crisi, come è stato più volte affermato, si origina quando l'impresa non è riuscita ad arginare e rimediare i segnali e le manifestazioni degli stadi precedenti. Arrivati a questo livello di "recessione", risulta molto più complicato risanare la salute dell'azienda poiché le operazioni a disposizione dell'organo amministrativo si sono ridotte notevolmente.

Questa fase si compone dei seguenti stadi:

3. *Lo stadio delle gravi ripercussioni sui flussi finanziari e sulla fiducia* rappresenta la degenerazione delle perdite economiche. In particolare, nel momento in cui queste

raggiungono livelli preoccupanti, iniziano a originarsi anche gli effetti sui flussi finanziari e sulla fiducia che i soggetti esterni ripongono sulla capacità dell'impresa di adempiere ai propri obblighi; si pensi, su tutti, agli istituti di credito. L'accumularsi delle perdite rende l'impresa incapace di reagire perché, da un lato, ottenere mezzi a titolo di capitale e a titolo di credito rischia di diventare eccessivamente oneroso, mentre, dall'altro lato, la capacità di autofinanziamento è pressoché nulla.

4. Lo stadio che si ripercuote sugli stakeholders, il quale costituisce il collasso di tutto il sistema. In questa fase finale della vita dell'impresa, si è creato un circolo vizioso in cui gli squilibri economici, finanziari e patrimoniali si influenzano negativamente e reciprocamente; riuscire ad ottenere finanziamenti esterni è praticamente impossibile e l'immagine dell'azienda all'esterno raggiunge i livelli minimi. Questo stadio si manifesta nell'insolvenza e, con elevate probabilità, nel dissesto. L'intero sistema aziendale risulta così profondamente sconvolto che ogni intervento riparatore sembra difficile e con ridotte probabilità di successo. Per tentare il salvataggio, dunque, sono necessari interventi radicali che devono necessariamente intaccare la struttura dei mezzi propri.

1.4 Le principali cause della crisi

Dopo aver definito il fenomeno della crisi d'impresa, analizzando sia i processi, che dalle condizioni fisiologiche di decadimento portano alle situazioni patologiche di malessere, sia i concetti di insolvenza, disfunzione e declino; è naturale proseguire l'analisi soffermandosi sull'aspetto saliente delle cause della crisi.

A questo proposito è interessante il lavoro svolto dal Passeri che classifica le cause della crisi in base alla loro natura, individuando due differenti approcci: *l'approccio soggettivo* e *l'approccio oggettivo*¹⁵.

L'approccio soggettivo pone alla base del problema gli uomini; infatti secondo tale approccio si suppone che, tramite la sostituzione di queste persone, è possibile eliminare il problema stesso. L'indagine si orienta, così, verso le differenti categorie di soggetti che hanno rapporti con l'impresa:

¹⁵ Passeri, 2009, *op. cit.*

- *I manager*: sono tendenzialmente in prima linea tra le cause del deterioramento perché, specialmente nelle piccole e medie imprese, la direzione è spesso affidata a un solo uomo. Nella pratica è stato più volte dimostrato come un'impresa monocratica, in cui, appunto, non sono possibili scambi di opinioni e di idee, possa risultare nel lungo periodo inefficace e pericolosa. Al contrario, l'impresa, soggetta alla direzione di una pluralità di individui, presenta maggiori probabilità di successo. Un secondo fattore soggettivo capace di influenzare la continuità aziendale è rappresentato dalla debolezza del management, quando è composto da persone non all'altezza dei loro compiti, e dalla difficoltà di cambiare lo stesso. Nella pratica accade frequentemente che i manager non riescano ad individuare tempestivamente i segnali di decadenza analizzati in precedenza, oppure, in situazioni molto più gravi, accade che rimangano volontariamente inerti per evitare l'ammissione di eventuali errori, accusando, così, l'andamento del mercato per la flessione registrata dall'impresa. Un ultimo problema, infine, che potrebbe condurre alla crisi è rappresentato dal cosiddetto "problema di agenzia". Questo sorge nel momento in cui gli amministratori perseguono interessi dissimili da quelli degli azionisti, ovvero la massimizzazione del valore, e questi ultimi non sono in grado di controllare l'operato del management (tale incapacità di controllo si riscontra soprattutto nelle società ad azionariato diffuso). Accade, quindi, che gli amministratori adottino una visione orientata al breve periodo, a spese del lungo termine, e ricerchino possibilità d'investimenti ad elevata complessità strategica che permettano di accrescere il loro potere e la loro reputazione, piuttosto che i profitti per l'impresa.
- *I detentori del capitale di rischio*: possono essere sottoposti a critiche per le eccessive politiche di distribuzione dei dividendi, per un'elevata avversione al rischio e per l'indisponibilità a fornire garanzie ai creditori. È possibile analizzare il fenomeno dei conflitti di agenzia anche tra gli azionisti stessi (non solo, quindi, tra azionisti e manager). Nelle imprese ad azionariato concentrato, gli azionisti di maggioranza rischiano di far diminuire il valore dell'impresa a causa della loro capacità di influenzare le decisioni aziendali al fine di estrapolare propri benefici privati a danno dell'interesse generale della società, apportando, di conseguenza, anche un danno agli azionisti di minoranza.
- *I lavoratori dipendenti*: nelle diverse funzioni aziendali, quali le vendite, la produzione, il controllo e la progettazione, potrebbero commettere errori che, se presi singolarmente, non impattano in modo significativo sulla performance aziendale, ma, se

presi nel loro insieme, potrebbero avere profonde ripercussioni sui risultati. Ovviamente, le responsabilità a loro ascrivibili sono ben diverse da quelle assunte dalla proprietà e dall'organo amministrativo.

- *Gli stakeholders esterni all'impresa*: I “portatori d'interesse”, quali i sindacati, i fornitori e i creditori, rappresentano delle cause di declino sia quando ostacolano l'assunzione di provvedimenti preventivi, sia nel momento in cui manifestano un'inerzia od una miopia di fronte a chiari segnali di declino. Fino a quando non decidono che l'impresa sia “ufficialmente” in crisi continuano a finanziarla, ma, nel momento in cui l'azienda diventa formalmente e pubblicamente in crisi, si affrettano a chiedere il rimborso dei loro crediti.

L'approccio oggettivo cerca, invece, di individuare quelle forze esterne che sfuggono al controllo dell'impresa e che ne determinano l'andamento. Le cause esterne sono tali da restare in essere anche dopo la sostituzione dei soggetti interni all'impresa analizzati in precedenza. In questa prospettiva, non esiste un elenco esaustivo di tutte le possibili cause esterne al sistema aziendale, poiché esse spaziano dai fattori macroeconomici ai fattori settoriali come, ad esempio, la riduzione della domanda per un determinato prodotto, l'aumento del prezzo dei fattori produttivi, la variazione dei tassi d'interesse e l'entrata di una nuovo competitor.

Bisogna, tuttavia, precisare che la crisi dell'impresa non è quasi mai determinata da un'unica causa generatrice e che la presenza di una causa “soggettiva” non preclude l'esistenza di una causa “oggettiva”, e viceversa. Il processo degenerativo analizzato precedentemente è, indubbiamente, il risultato di una serie di cause interrelate tra di loro che possono scaturire sia da errori interni, sia da elementi esterni all'impresa.

A conclusione di questo paragrafo, si elencano delle possibili cause individuate da due differenti autori, che potrebbero aiutare la comprensione del fenomeno:

*Brugger*¹⁶ stabilisce che sono quattro le possibili cause della crisi: lo sviluppo non controllato dell'impresa, la rigidità che ostacola l'adattamento al mercato, il decadimento delle combinazioni produttive ed, infine, gli errori di natura finanziaria.

*Slatte*¹⁷ individua come cause principali: le brusche variazioni della domanda, i grandi progetti rischiosi, le acquisizioni errate, i problemi ambientali, le operazioni di *overtrading* e la debolezza dei processi di pianificazione e controllo finanziario.

¹⁶ Brugger, “*gli interventi professionali nelle situazioni di crisi d'impresa*”, 1984

¹⁷ Slatte, “*Corporate Recovery a guide to Turnaround Management*”, 1984

1.5 Le tipologie di crisi

Nella prassi dottrinale, sono state individuate sei tipologie di crisi. In particolare, il Guatri ne “Alle origini delle crisi aziendali: cause reali e cause apparenti” (1985) e il Confalonieri ne “Le cause dei dissesti aziendali” (1985) hanno sviluppato la seguente tassonomia:

1. **La crisi da inefficienza:** si manifesta quando una o più aree aziendali operano con rendimenti non in linea con quelli dei concorrenti. L'inefficienza deve ovviamente essere considerata in senso relativo, con riguardo cioè ai reali competitor. Il confronto con i dati dei concorrenti rappresenta un problema perché, spesso, è difficile disporre di informazioni attendibili su di essi. Le imprese tendono a non esternare i dati quantitativi che le riguardano. Questo comporta un ritardo nella presa di coscienza delle condizioni in cui versa l'impresa e, di conseguenza, un differimento degli interventi riparatori.

Tramite la dinamiche appena esposte, è palese come diventi crescente il rischio di innescare un circolo vizioso in cui le condizioni base di inefficienza sono aggravate dall'incapacità o dalla impossibilità di effettuare una diagnosi precoce dello stato in cui si trova l'impresa.

Le aree aziendali maggiormente interessate dalle inefficienze sono formate dalla *funzione produttiva*, dove l'inefficienza riguarda principalmente i costi di produzione e i rendimenti dei maggiori fattori produttivi (grado di sfruttamento della capacità produttiva); la *funzione commerciale*, in cui l'inefficienza è generalmente determinata da una sproporzione tra le diverse categorie di costi di marketing ed i risultati da questi generati; la *funzione amministrativa*, dove alcuni esempi d'inefficienza sono forniti dall'eccessiva burocratizzazione e dalle gravi carenze del sistema informativo; la *funzione organizzativa*, la cui inefficienza si esplica nella carenza dei mezzi di programmazione e controllo (il budget annuale) e nel difficile allineamento degli obiettivi aziendali con gli obiettivi dei manager (*corporate governance e problemi d'agenzia*) ed, infine, l'*area finanziaria*, dove le inefficienze sono date dalla differenza tra il più alto costo dei mezzi propri e del capitale di terzi rispetto ai principali concorrenti.

2. **La crisi da sovra-capacità/produzione:** l'eccesso di capacità produttiva, seguito dall'impossibilità di adattamento nel breve termine dei costi fissi, rappresenta una delle

più diffuse cause di crisi. Le situazioni più frequenti che originano la sovra-capacità sono classificabili in due categorie:

- *Riduzione della domanda a causa di fenomeni a livello settoriale.* Tale ipotesi di crisi deriva, in una prima analisi, dall'eccessiva capacità produttiva rispetto alle possibilità di collocamento dei prodotti sul mercato. Può, infatti, accadere che le imprese operanti in un determinato settore ricerchino lo sfruttamento di economie di scala e il raggiungimento delle dimensioni minime efficienti (ovvero, le dimensioni al di sotto delle quali i costi di produzione non sono concorrenziali), oppure si registri una caduta della domanda globale collegata a mutamenti nel consumo od a forti correnti di importazione da altri Paesi. In questi contesti, le categorie di costi per le quali sorgono maggiori difficoltà di adattamento sono i costi fissi e i costi del personale.

Tra i costi fissi si rilevano i costi generati dalle immobilizzazioni tecniche (ammortamenti, manutenzioni) e i costi della struttura aziendale. Nei settori dove gli investimenti fissi hanno grande rilevanza e dove è presente una maggiore complessità strutturale ed organizzativa, i rischi da sovra-capacità sono elevati. Si pensi, ad esempio, al settore delle telecomunicazioni, dove sono richiesti ingenti investimenti per l'acquisto e la gestione delle infrastrutture di rete, che obbligano le aziende proprietarie della stessa sia a dover soddisfare un ampio bacino di utenti, sia a raggiungere elevate economie di scala. In questi settori, di conseguenza, si sta sviluppando velocemente il fenomeno dell'*unbundling*, secondo cui le "telco" si focalizzano maggiormente sul marchio e sulle relazioni con i clienti (che rappresentano il vero *asset* distintivo), affidando in *outsourcing* la gestione delle loro reti ai produttori di apparecchiature che possono beneficiare più facilmente delle economie di scala.

Per quanto riguarda i costi del personale, il problema è molto complesso poiché la gestione dell'occupazione ha carattere economico, sociale e politico. La tutela dei lavoratori e l'eventuale insorgere delle problematiche relative la riduzione dell'occupazione determinano

l'avvio di complesse trattative sindacali, che coinvolgono l'impresa, i sindacati e, in casi di rilievo, il Ministero. Tali trattative hanno l'obiettivo di soddisfare tutti gli interessi coinvolti, che, essendo divergenti tra loro, necessariamente richiedono tempi relativamente lunghi e rinunce da ogni parte interessata. Ciò sostanzialmente rende i costi del personale non adattabili in modo proporzionale alla riduzione del volume delle attività.

- La seconda categoria di crisi da sovra-capacità produttiva si verifica nel momento in cui i *ricavi risultano inferiori rispetto alle aspettative*. L'impresa, che si ritrova ad affrontare tale situazione, registra solitamente un insufficiente incremento della quota di mercato rispetto alle attese, oppure un'errata previsione dello sviluppo della domanda globale. Risulta fondamentale, quindi, attendere il tempo necessario affinché il naturale sviluppo della domanda riassorba l'eccesso di capacità, subendo nel frattempo le perdite, oppure tentare nuove politiche di mercato aggressive, volte al miglioramento della quota di mercato nel breve periodo. Tale scelta dipende dal management e dal confronto tra le perdite attese del primo caso e i costi/rischi legati al secondo.

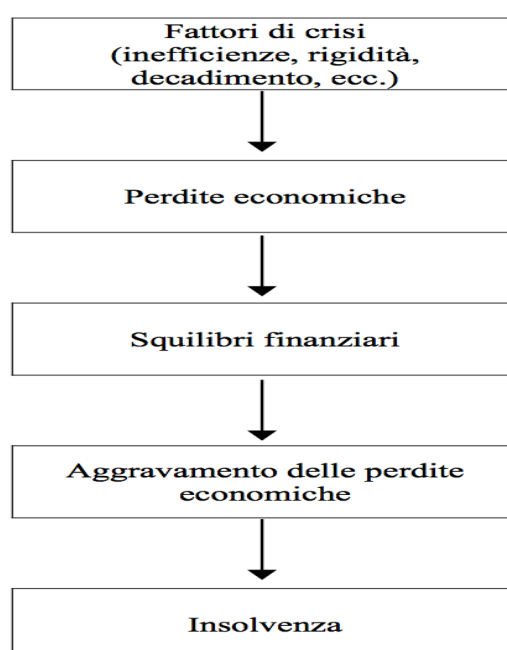
3. ***La crisi da decadimento dei prodotti***: l'impresa entra in questo particolare caso di crisi quando viene registrata una riduzione sistematica e significativa dei margini al di sotto del limite necessario per la copertura dei costi fissi e dei costi comuni. In particolare, l'azienda entra in crisi nel momento in cui offre sul mercato un mix di prodotti che non sono più in grado di reggere la concorrenza a causa, ad esempio, di un'obsolescenza tecnologica seguita da una incapacità dell'impresa di mutare i propri prodotti tradizionali. La crisi da decadimento dei prodotti si traduce in due fenomeni: da un punto di vista contabile, si osserva una riduzione del margine di contribuzione (differenza tra ricavi operativi e costi variabili) e, da un punto di vista commerciale, si registra una perdita delle quote di mercato.

4. ***La crisi da decadimento dovuto a carenze e/o errori di marketing***: Nel caso precedente è stata analizzata la crisi causata dal decadimento dei prodotti in termini di obsolescenza tecnologica, ma in altri casi il decadimento è frutto di politiche commerciali e di marketing errate. In particolare, l'impresa potrebbe offrire prodotti che non siano in grado di soddisfare pienamente tutti i bisogni della clientela. Questo fatto si manifesta nel momento in cui la direzione marketing commette errori nella scelta dei mercati e/o del target di clientela, quando l'impresa offre servizi post-vendita inadeguati e, ancora, quando si deve fare fronte ad una eccessiva onerosità dei canali distributivi.
5. ***La crisi da carenza di programmazione, di strategia ed innovazione***: con il termine “carenza di programmazione”, si intende l'incapacità dell'impresa di adattare le condizioni di svolgimento della gestione ai mutamenti ambientali, o meglio ancora, di studiare e prevenire il mutamento. Questa tipologia di crisi si sviluppa se l'impresa adotta una visione orientata al breve termine, tralasciando gli investimenti atti a fronteggiare le contingenze future. È doveroso porre l'attenzione sulla relazione esistente tra crisi e carenza di programmazione dell'impresa. In particolare, non esiste un legame univoco di causa-effetto poiché può accadere sia che la mancanza di programmazione porti ad una crisi, sia la relazione contraria per cui è la crisi che conduce ad una mancanza di programmazione. Si pensi ad un'impresa che stia attraversando un periodo di decadimento e che sia costretta ad affrontare quotidianamente nuovi problemi. In questa situazione, diventa inefficace, se non inutile, cercare di programmare il futuro perché l'obiettivo principale deve essere la sopravvivenza. L'impresa si ritrova, così, in un contesto in cui è la crisi che rende impossibile la programmazione e non viceversa.
6. ***La crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale***: con il termine “squilibri finanziari” ci si riferisce a situazioni caratterizzate dai seguenti eventi:
- Grave carenza di mezzi propri, prevalenza di capitali di debito e conseguente incapacità di contrattazione del credito;
 - Netta prevalenza di debiti a breve termine rispetto alle altre categorie di indebitamento;
 - Inadeguatezza o inesistenza delle riserve di liquidità;

- Difficoltà nel rispettare le scadenze di pagamento.

Gli squilibri appena descritti possono avere due ruoli differenti nel processo di crisi. Nel primo caso, il declino finanziario si manifesta come effetto di una crisi già in essere e, quindi, contribuisce ad aggravare le perdite. Accade che le cause primarie siano da attribuire ai decadimenti analizzati nei casi precedenti e che si innesci un processo sequenziale secondo cui i fattori di declino conducono alle perdite economiche, queste creano squilibri finanziari che, a loro volta, aggravano le perdite, innescando la crisi (l'accumularsi delle perdite e l'accentuarsi degli squilibri pone l'impresa nella impossibilità di reagire. Da un lato diventa complicato ottenere mezzi a titolo di capitale e a titolo di credito, dall'altro l'autofinanziamento è pressoché inesistente).

Questo primo caso si può rappresentare come segue:



Fonte: Guatri, L (1986), Crisi e risanamento delle imprese, Milano, Giuffrè

Nel secondo caso, il decadimento della struttura finanziaria rappresenta la causa primaria della crisi dell'impresa. Esistono, infatti, imprese che nascono già con forti squilibri finanziari causati, tendenzialmente, dalla limitata disponibilità di risorse del soggetto proprietario e/o da un contesto dove i mercati finanziari sono deboli e poco sviluppati. Aumenta, così, la necessità di ricorrere in maniera significativa all'indebitamento bancario, con conseguente aumento del costo del debito.

Strettamente collegato allo squilibrio finanziario risulta essere lo squilibrio patrimoniale. Questo rappresenta la carenza del patrimonio netto, cioè dei mezzi vincolati all'impresa a titolo

di capitale sociale e riserve, rispetto alle altre poste dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico.

Nelle situazioni di crisi, l'elemento patrimoniale svolge una duplice funzione, che è correlata allo stato di avanzamento del dissesto. Durante le fasi iniziali, la scarsità di mezzi propri accresce l'esigenza dell'indebitamento e, di conseguenza, l'importo degli oneri finanziari.

Nelle fasi successive, invece, lo stock patrimoniale rappresenta una condizione necessaria per resistere alla crisi. Le risorse interne permettono, di fatto, di allungare i tempi del fallimento e di implementare le azioni di recupero e di correzione dello stato attuale.

1.6 Reversibilità e gestione della crisi d'impresa

Nei precedenti paragrafi sono state analizzate alcune tipologie di crisi d'impresa e le relative cause scatenanti.

È importante sottolineare il fatto che gli elenchi precedenti non sono né esaustivi né alternativi, infatti, possono esistere altri tipi di crisi, rispetto a quelli esaminati, e che, quasi mai nella realtà, esiste un'unica causa all'origine dello stato di insolvenza/dissesto dell'azienda. Nella quasi totalità dei casi, le cause agiscono contemporaneamente e lo stato in cui si trova ad agire l'impresa è il frutto della somma di una serie di errori e di una pluralità di contingenze negative che vanno a depauperare il patrimonio del sistema aziendale.

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di esaminare il livello di gravità degli stati patologici sotto il profilo della loro reversibilità.

Quest'ultima rappresenta la “possibilità di ripristinare uno stato di normalità aziendale, cioè condizioni di sopravvivenza relativamente sicure, con l'eliminazione degli effetti cumulati nei caratteri statici del sistema ed il risanamento delle disfunzioni già presenti nei caratteri dinamici del sistema stesso” (Vallini, 1984).

La reversibilità di una crisi è equivalente alla possibilità di rigenerare un'equilibrata composizione dell'impresa, accompagnata dall'eliminazione delle disfunzioni operative.

La probabilità per l'impresa di riuscire effettivamente ad innescare un processo di riequilibrio dipende dall'esistenza di risorse ancora utilizzabili, dalle prospettive di utilizzo di tali risorse e dalla disponibilità degli *stakeholders* a tollerare, almeno temporaneamente, alcune disfunzioni operative.

Si possono individuare due livelli di *reversibilità*:

1. **reversibilità oggettiva** – riferita all'impresa nel suo complesso. Si possono distinguere due diverse circostanze di stati patologici. Quelle in cui le cause sono cessate e quelle in cui le cause sono operanti. Nel primo caso, i fattori di crisi sono stati di natura occasionale e temporanea. In questa situazione è possibile riportare l'impresa alla normalità attraverso la semplice eliminazione delle cause cumulate della crisi. È il caso più semplice di risanamento, che si può risolvere con azioni di natura finanziaria. Nel secondo caso, le cause della crisi continuano a operare e a manifestarsi nel tempo. Esse possono essere raccolte in tre tipologie: *le cause rimuovibili*, per cui la loro eliminazione determina la cessazione degli effetti della crisi e il possibile ripristino degli equilibri preesistenti. Si pensi, ad esempio, alle carenze all'interno del management. *Le cause non rimuovibili, ma con effetti compensabili* si presentano nelle situazioni in cui non è possibile rimuovere i fattori determinanti lo stato di crisi, ma i loro effetti possono essere compensati potenziando i punti di forza dell'impresa. *Le cause non rimuovibili con effetti non compensabili* rappresentano, infine, quelle situazioni in cui il sistema deve agire sia incrementando le proprie capacità di resistenza, per assicurarsi tempi più lunghi di risposta, sia riformulando la propria strategia. Così facendo, l'impresa in crisi non può eludere le cause, ma deve necessariamente mutare in modo radicale la propria attività.
2. **reversibilità soggettiva** – riferita, cioè, all'organo amministrativo e all'assetto imprenditoriale.

Si possono, inoltre, distinguere anche due tipologie di irreversibilità:

1. **Irreversibilità assoluta** – quando l'impresa, considerata nella situazione attuale e, soprattutto, prospettica, denota scarse possibilità di successo e nessuna opportunità di risanamento. Rappresenta il caso estremo poiché il livello di gravità della crisi è talmente elevato e le opportunità di recupero sono talmente scarse che non vi è convenienza, né volontà da parte degli *stakeholders* a iniziare un processo di risanamento. L'irreversibilità assoluta è quella situazione in cui il concetto di crisi e quello di insolvenza si sovrappongono, determinando, di fatto, l'inizio delle procedure del fallimento e della liquidazione.
2. **Irreversibilità soggettiva** – quando l'impresa è potenzialmente risanabile, ma esistono ostacoli a livello di organo proprietario.

Si possono manifestare due situazioni differenti. Nel primo caso, la crisi è talmente radicata che la convenienza del processo di risanamento esiste solamente nel momento cui si registri la sostituzione integrale della proprietà. In questo scenario, il soggetto proprietario è costretto all'abbandono perché, ormai, risulta incapace di fronteggiare lo stato patologico in cui versa la propria azienda. Al fine di salvaguardare i propri interessi, l'attuale proprietà potrebbe trasferire le risorse ancora valide ad altri soggetti giuridici, recuperando parzialmente il capitale investito e permettendo, così, la continuità aziendale (tale situazione si basa sul presupposto dell'esistenza di risorse valide, altrimenti non esisterebbe alcun acquirente sul mercato).

Una seconda forma di irreversibilità soggettiva si ha in presenza di un assetto proprietario debole, non in grado, quindi, di sopportare da solo l'intero fabbisogno finanziario necessario per il possibile risanamento. Si parla, così, di "reversibilità condizionata" alla riduzione della percentuale di partecipazione al capitale sociale dell'attuale soggetto proprietario, anche al di sotto del limite di maggioranza, se necessario, e all'ingresso di nuovi soggetti portatori di capitale di rischio. Ne rappresenta un tipico esempio un'azienda familiare che, al fine di risanare la crisi, cerca di espandere il proprio mercato e, per riuscirci, necessita dell'ingresso di nuovi soci.

CAPITOLO 2 - Il controllo di gestione come strumento di una corretta gestione aziendale della crisi

La capacità d'individuare tempestivamente i segnali di eventuali squilibri e/o decadenze all'interno del sistema aziendale rappresenta una variabile critica nel processo d'identificazione dello stato di crisi e delle strategie più idonee per fronteggiarla.

Nella prassi aziendale esistono differenti metodi di rilevazione di un possibile stato di crisi che possono essere classificati in tre categorie¹⁸:

1. Metodi fondati sull'intuizione: si basano sull'analisi di variabili soggettive, quali l'incapacità dell'organo amministrativo e/o dell'imprenditore, e di variabili oggettive, come la perdita di quote di mercato o l'appartenenza a settori maturi;
2. Metodi basati sui modelli: si fondano su tecniche statistiche di previsione dello stato di crisi (si veda la "Z di Altman" nel Capitolo 4);
3. Metodi basati sugli indici: sono metodi che si originano dall'analisi di bilancio.

In questa prospettiva, il controllo di gestione, inteso come sistema di misurazione degli scostamenti tra gli obiettivi programmati e i risultati effettivamente conseguiti, rappresenta un utile strumento d'indagine che si fonda sulle tecniche di analisi di bilancio per indici e per flussi.

Prima di poter approfondire le suddette tecniche, è necessario fornire alcune precisazioni.

In particolare, occorre ricordare che il bilancio civilistico, ovvero il bilancio redatto secondo la normativa del Codice Civile, è, spesso, poco attendibile e mostra evidenti limiti informativi.

Questo, infatti, esprime con valori sintetici la gestione aziendale, risultandone, di fatto, una rappresentazione statica e consuntiva. I valori forniti dagli schemi civilistici non permettono di evidenziare l'evoluzione futura dell'impresa e nascondono sia risultati economici intermedi, sia aggregati patrimoniali che potrebbero risultare maggiormente espressivi dell'andamento aziendale.

In aggiunta a ciò, si precisa che l'impresa rappresenta il fulcro intorno al quale ruotano diversi *stakeholders*, che possono essere interni, come i manager ed i soci, oppure esterni, quali ad esempio i clienti, i fornitori e gli istituti di credito. Ognuno di questi soggetti necessita di informazioni diverse, che non sono obbligatoriamente evidenziate dagli schemi civilistici.

È necessario, dunque, modificare il bilancio d'esercizio in modo da raggiungere i seguenti obiettivi:

¹⁸ Danovi, Quagli, *Gestire la crisi d'impresa-processi e strumenti di risanamento*, 2015

1. Raggruppare i valori contabili in classi omogenee al fine di facilitarne il confronto nel tempo, cioè per più esercizi successivi della stessa azienda, e nello spazio, ovvero per diverse imprese operanti nello stesso settore o in settori diversi;
2. Evidenziare quei dati e quelle informazioni richieste dai differenti soggetti coinvolti che siano rappresentative della gestione;
3. Determinare grandezze idonee al successivo calcolo di indici e margini.

Il processo di riclassificazione si definisce come “*l’insieme delle operazioni di predisposizione dei dati del bilancio di esercizio per l’analisi economico-finanziaria della gestione*”¹⁹ e permette, dunque, di effettuare confronti nel tempo dei bilanci di un’impresa, effettuare confronti tra bilanci di imprese diverse ed applicare tecniche di analisi di bilancio.

Nell’ottica dell’identificazione di uno stato di crisi, la comparazione spaziale e temporale di dati omogenei permette di delineare dei *trends* e dei *benchmarks* che, indubbiamente, rendono efficace l’analisi di bilancio e consentono all’analista sia di cogliere piccoli segnali, che potrebbero anticipare una futura crisi, sia di programmare quelle operazioni di risanamento dell’ipotetica crisi in atto.

2.1 La riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo criteri finanziari

Il primo documento, componente il bilancio, che deve essere riclassificato è rappresentato dallo Stato Patrimoniale.

La sua riclassificazione permette di svolgere un’analisi finanziaria delle relazioni che si instaurano tra le risorse monetarie disponibili per l’impresa e le uscite monetarie che dovranno essere sostenute.

Tramite lo “Stato Patrimoniale Finanziario”, si rende possibile la valutazione della solvibilità aziendale e, di contro, della crisi d’impresa poiché, riprendendo la definizione fornita nel primo capitolo, la possibilità che i flussi in entrata non siano capaci di bilanciare i flussi in uscita, attuali e prospettici, rappresenta una situazione di rischio che potrebbe compromettere la capacità aziendale di rispettare nell’ammontare e nella scadenza le obbligazioni assunte.

Il concetto di solvibilità deve essere analizzato secondo due parametri, rappresentati dalla *liquidità* e dalla *solidità*.

¹⁹ C. Caramiello, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1993

In particolare, *l'analisi di liquidità* permette di comprendere se nel breve periodo le entrate monetarie siano idonee a fronteggiare le uscite monetarie, mentre *l'analisi di solidità* si dedica allo studio delle medesime relazioni nella prospettiva del medio-lungo termine.

Tramite la combinazione di queste due tipologie di analisi, è possibile interpretare i dati del bilancio al fine di ottenere informazioni riguardo l'equilibrio finanziario dell'impresa e l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento rispetto alla struttura degli impieghi.

In altre parole, lo Stato Patrimoniale Finanziario “stima” la probabilità di una futura insolvenza. Da un punto di vista strutturale, lo Stato Patrimoniale Finanziario è rappresentato da un prospetto a sezioni contrapposte in cui sono indicate le **Fonti** e gli **Impieghi**²⁰.

Le Fonti identificano la provenienza delle risorse finanziarie e sono raggruppate secondo criteri di esigibilità, ovvero in funzione del tempo entro cui devono essere regolati i pagamenti (si definiscono, così, le fonti esigibili nel breve periodo e quelle esigibili nel medio-lungo periodo).

Gli Impieghi, al contrario, rappresentano le modalità d'investimento delle risorse raccolte e sono classificati sulla base di criteri di liquidabilità, vale a dire in funzione del tempo necessario per il loro ritorno alla condizione monetaria (si parla di impieghi liquidabili nel breve periodo e impieghi liquidabili nel medio-lungo termine).

Analizzando le caratteristiche di queste due macro-classi, appare evidente come le fonti esigibili rappresentino le uscite monetarie cui deve far fronte l'impresa, mentre gli impieghi liquidabili misurino le entrate monetarie.

Nella prassi, il “breve periodo” viene identificato con la durata convenzionale dell'esercizio amministrativo di 12 mesi, mentre il “medio-lungo periodo” si identifica con le durate maggiori dei 12 mesi convenzionali.

Approfondendo l'analisi, si noti come le fonti di finanziamento siano classificabili in tre categorie principali:

- **Mezzi Propri o Capitale Netto:** questa classe racchiude tutti i mezzi finanziari che sono stati ottenuti a titolo di capitale di rischio e quelli generati dai risultati economici di esercizi precedenti non ancora distribuiti ai soci. In altre parole, i mezzi propri comprendono le risorse finanziarie che non sono soggette al vincolo di restituzione e che, logicamente, presentano un'esigibilità superiore ai 12 mesi.
- **Passività Consolidate:** comprendono i mezzi finanziari di pertinenza di terzi, la cui esigibilità si manifesta oltre i 12 mesi.

²⁰ F. Di Lazzaro, G. Musco “*Analisi Aziendale – Metodi e Strumenti*”, Giappichelli, 2015

- **Passività Correnti:** includono le risorse finanziarie di pertinenza di terzi che diventano esigibili nel breve termine e, quindi, entro la convenzione dei 12 mesi.

Gli impieghi di capitale, al contrario, si classificano in due categorie essenziali:

- **L'Attivo Fisso:** questa classe accoglie gli elementi patrimoniali che si trasformeranno in moneta nel medio-lungo termine.
- **L'Attivo Circolante:** formate dalle risorse finanziarie che sono state investite e che possono tornare in forma liquida nel breve periodo. Questa categoria è divisa, a sua volta, in tre sottoclassi:
 1. **Magazzino:** in cui vengono ricompresi i valori delle rimanenze fisiche e contabili in attesa di recupero che, necessariamente, deve avvenire entro i 12 mesi.
 2. **Liquidità Differita:** composta essenzialmente da crediti, ma non solo, che possono avere sia natura operativa che finanziaria. Coerentemente alla macro-classe di appartenenza, le liquidità differite sono accomunate dal fatto che i valori considerati presentano scadenze inferiori ai dodici mesi.
 3. **Liquidità Immediata:** rappresenta il denaro istantaneamente disponibile, ovvero le disponibilità di cassa, banca e i “mezzi equivalenti”.

Senza entrare nel dettaglio della riclassificazione di ogni singola voce componente lo Stato Patrimoniale civilistico, di seguito si approfondiscono rispettivamente l'analisi di liquidità e quella di solidità.

2.1.1 L'analisi di liquidità

Com'è stato affermato in precedenza, l'analisi di liquidità permette di comprendere se nel breve periodo le entrate monetarie siano sufficienti a coprire le uscite monetarie.

All'interno di un corretto Stato Patrimoniale Finanziario, le “passività correnti” dovrebbero rappresentare i debiti esigibili entro i successivi 12 mesi dalla data del Bilancio, mentre “l'attivo circolante” dovrebbe esprimere l'importo degli investimenti che, nello stesso periodo, completano la conversione in moneta.

Tramite questa prima analisi è possibile esprimere un giudizio sulla capacità dell'impresa di fare fronte ai pagamenti che devono essere sostenuti nel breve termine e, di conseguenza, sulla probabilità che la stessa riesca ad operare anche in futuro in condizioni di equilibrio.

Si definisce “liquida” l'azienda che “*riesce virtualmente a rimborsare le passività in scadenza nel breve periodo, senza compromettere le condizioni future di equilibrio patrimoniale ed economico*”²¹.

Da un punto di vista operativo, al fine di svolgere l'analisi di liquidità, è necessario utilizzare differenti tipologie d'indici di bilancio.

Il primo indice, come riportato di seguito, prende il nome di **Quoziente di disponibilità**, o **Current Ratio**, e confronta direttamente le passività correnti con l'attivo circolante:

$$\text{Quoziente di disponibilità} = \text{Attivo Circolante} / \text{Passività Correnti}$$

Teoricamente, tale indice dovrebbe assumere un valore superiore a 1 perché significherebbe, da un punto di vista quantitativo, che il flusso monetario ottenuto dalla conversione degli investimenti correnti risulti maggiore delle passività esigibili nel breve periodo.

Valori inferiori all'unità, al contrario, metterebbero immediatamente in evidenza una tensione finanziaria.

In particolare, se l'attivo circolante non è in grado di ricoprire le passività correnti, l'impresa risulterà obbligata a smobilizzare una parte dell'attivo fisso, oppure registrerà inevitabilmente dei ritardi nei pagamenti. Nel momento in cui la differenza tra passività correnti e attivo circolante risulti relativamente contenuta, la prosecuzione dell'attività non sarà compromessa, ma il sistematico differimento dei pagamenti potrebbe minare le future condizioni di operatività.

Tendenzialmente, è possibile ricondurre il valore negativo di questo indice ad un eccessivo livello di indebitamento a breve termine e, di conseguenza, l'attenzione del management dovrà focalizzarsi sulla riconfigurazione della struttura delle fonti di finanziamento, cercando di finanziare l'attivo fisso attraverso le sole passività consolidate.

In questa prospettiva, l'organo amministrativo dovrà decidere quale tipologia di strategia adottare, tenendo presente i relativi vantaggi e svantaggi.

Logicamente, la scelta dipende molto anche dalla situazione corrente dell'impresa, infatti, qualora gli eventuali squilibri economici non fossero ancora degenerati in una crisi vera e

²¹ Danovi, Quagli, 2015 *op. cit.*

propria, l'organo amministrativo avrebbe a disposizione sia un "portafoglio decisionale" ampio, sia il tempo materiale per porre in essere i correttivi scelti. Viceversa, qualora la crisi fosse già in atto, gli amministratori, inevitabilmente, avrebbero a disposizione esigue scelte e un tempo limitato per attuarle.

Ad esempio, l'organo gestorio potrebbe adottare soluzioni rapide come l'alienazione di un bene non strumentale o l'accensione di un debito finanziario a medio-lungo termine al fine di ridurre l'esposizione sul breve termine. Queste strategie, però, implicano lo svolgimento di operazioni non ordinarie e richiedono l'esistenza di risorse patrimoniali di valore che rappresentino una garanzia per i finanziatori, o che possano essere vendute sul mercato, con il rischio per l'impresa di registrare ulteriori perdite economiche. Tali strategie, quindi, sarebbero preferibili solamente nel momento in cui la probabilità d'insolvenza risulti elevata.

Al contrario, una soluzione che richiede tempi più lunghi, ma che non implica un'operazione straordinaria, si configura nell'utilizzo del *cash flow*, generato negli esercizi successivi, per ridurre le passività correnti e, di conseguenza, per riequilibrare il sistema fonti-impieghi.

La positività dell'indice di disponibilità, tuttavia, non implica necessariamente una condizione di salute perfetta per l'impresa. Osservare che l'attivo circolante sia maggiore o uguale alle passività correnti rappresenta, come è noto, un'analisi meramente quantitativa, la quale permette di affermare semplicemente che l'azienda è, in teoria, capace di rimborsare le passività a breve termine. Questo non può essere sufficiente.

Un organo amministrativo attento deve, infatti, tenere presente che l'attivo circolante è composto anche dalla sottoclasse del "magazzino", ovvero l'insieme meno liquido dei tre proposti.

Ciò significa che le rimanenze fisiche e contabili possono chiaramente tornare in forma liquida entro il breve termine, ma solo a patto che vengano realizzati i processi operativi di produzione e vendita, i quali aumentano il rischio di conversione, compromettendo l'effettiva capacità dell'impresa di onorare i propri impegni (le rimanenze di magazzino si trasformano effettivamente in liquidità solamente nel momento in cui avviene la vendita e l'incasso del relativo importo, altrimenti restano una risorsa patrimoniale).

Risulta allora utile calcolare un secondo indice che prende il nome di **Quoziente primario di tesoreria**, anche conosciuto come *Acid-test ratio o Quick ratio*.

Questo rappresenta un indice di liquidità "secca" perché rapporta il valore della liquidità totale con quello delle passività correnti:

$$\text{Quoziente primario di tesoreria} = (\text{Liquidità Immediata} + \text{Liquidità differite}) / \text{Passività Correnti}$$

Un valore maggiore o uguale a 1 indica che le disponibilità liquide totali sono quantitativamente sufficienti a soddisfare le passività correnti, per cui, secondo la definizione fornita in precedenza, l'impresa stessa risulta liquida.

Questo livello di analisi, tuttavia, non permette ancora di eliminare ogni minaccia di tensione finanziaria, poiché non tiene di conto della sincronizzazione tra i flussi in entrata e quelli in uscita che interessa la classe delle liquidità differite.

Calcolando un terzo indice, è possibile superare parzialmente il problema *ut supra*.

Tramite il **Quoziente secondario di tesoreria** è possibile rapportare direttamente il valore della liquidità immediata con le passività correnti:

$$\text{Quoziente secondario di tesoreria} = \text{Liquidità Immediata} / \text{Passività Correnti}$$

Logicamente, maggiore risulta essere il valore di questo indice e minore sarà la probabilità che si verifichino degli squilibri finanziari di breve periodo causati sia dallo sfasamento dei momenti d'incasso e di pagamento, sia dal lasso di tempo necessario per la conversione monetaria delle rimanenze di magazzino e delle liquidità differite (una situazione del genere è difficilmente riscontrabile anche in quelle realtà aziendali considerate "sane").

Come dovrebbe essere ormai chiaro, una corretta interpretazione del bilancio è possibile solo attraverso l'analisi congiunta di una pluralità di indici, i quali, combinandosi tra loro, forniscono una serie di informazioni che, da soli, non potrebbero evidenziare.

Si supponga di registrare un valore maggiore di 1 per l'*indice di disponibilità* ed un valore minore di 1 per il *quoziente primario di tesoreria*.

Il valore del primo indice permette di dedurre che quantitativamente l'attivo circolante è superiore alle passività correnti, mentre il valore del secondo indice evidenzia che il totale delle liquidità non è sufficiente per ricoprire le imminenti uscite monetarie.

Tuttavia, combinando insieme i dati forniti dai due indici e tenendo presente la composizione dell'attivo circolante, appare evidente che l'impresa abbia un deficit di tesoreria²² e che debba convertire in moneta le rimanenze del magazzino per far fronte agli impegni assunti.

²² Si definisce "*deficit di tesoreria*" la differenza negativa tra la liquidità totale (immediata + differita) e le passività correnti.

In questo caso, per riuscire a quantificare il valore del magazzino necessario a compensare le passività correnti, è utile calcolare il **Quoziente di dipendenza dal Magazzino**²³:

$$\text{Quoziente di dipendenza dal Magazzino} = (\text{Passività Correnti-Liquidità totali})/\text{Magazzino}$$

Se questo indicatore assume un valore prossimo all'unità, significa che l'impresa deve utilizzare tutto il proprio magazzino per riuscire a liquidare quelle passività di breve periodo che non possono essere compensate dalle attuali disponibilità liquide.

Ciò implica un'elevata dipendenza dal magazzino che, logicamente, incrementa la probabilità di non riuscire a rispettare le scadenze delle obbligazioni di breve periodo.

La variabile "tempo" e la sincronizzazione tra entrate ed uscite monetarie assumono, dunque, un ruolo critico all'interno dell'analisi di solvibilità, poiché possedere un volume di risorse che sia numericamente coerente con l'ammontare degli impegni di breve periodo non è sufficiente per definire un'impresa *solvibile*; occorre anche onorare le date di pagamento richieste dai propri creditori.

L'analisi di liquidità, svolta fino a questo momento, deve essere allora integrata con lo studio del **ciclo finanziario delle operazioni correnti della gestione operativa**²⁴, ovvero la verifica della velocità media di rinnovo dei valori del *Capitale Circolante Netto generato dai cicli operativi*²⁵.

Questo ultimo rappresenta, infatti, l'insieme dei valori di breve periodo, attivi e passivi, che si originano dai processi di acquisto, trasformazione e vendita (esclusa la liquidità immediata). Nella dottrina aziendalistica sono stati sviluppati specifici indici che permettono di valutare la rotazione e la durata degli elementi del CCNo.

I cosiddetti **indici di durata** evidenziano, infatti, i tempi medi di giacenza del magazzino, i tempi medi d'incasso dei crediti verso clienti e i tempi medi di pagamento dei debiti verso fornitori.

Da un punto di vista teorico e matematico, una classe di valori, che compone il CCNo, si rinnova un numero di volte (n) pari al rapporto tra il flusso economico relativo alla classe considerata (F) e il valore medio della classe stessa durante l'esercizio amministrativo (S):

²³ Questo quoziente diventa privo di significato nel momento in cui il quoziente di disponibilità assume un valore inferiore a 1, oppure il quoziente primario di tesoreria risulta maggiore o uguale a 1.

²⁴ F. Di Lazzaro, G. Musco, 2015, *op. cit.*

²⁵ Di seguito CCNo.

$$n=F/S \quad (1)$$

Rapportando il numero di giorni che compongono l'esercizio amministrativo con il numero di volte che si rinnova la classe esaminata, è possibile calcolare anche la **durata media**, convenzionalmente misurata in giorni:

$$\text{Durata Media} = 365/n \quad (2)$$

Sostituendo la (1) nella (2), è possibile ottenere la seguente formula:

$$\text{Durata Media} = (S/F)*365 \quad (3)$$

La (3) rappresenta una formula generale che deve essere necessariamente modificata ed adattata alle singole classi che compongono il CCNo.

Per quanto riguarda la macro-classe del “Magazzino”, è possibile individuare quattro indici di durata:

1. Il tempo medio di giacenza del magazzino merci:

$$(MM/CMV)*365$$

in cui

MM=Valore medio del Magazzino Merci (S)

CMV=Costo delle merci vendute (F)

Il valore medio del magazzino merci dovrebbe essere rappresentato dal relativo valore di bilancio, ma, qualora questo si discostasse notevolmente dai valori medi d'esercizio, si rischierebbe di sovra/sottostimare il suddetto indice.

Il costo delle merci vendute si può facilmente calcolare tramite la somma algebrica tra i costi sostenuti per l'acquisto delle merci e la variazione delle relative giacenze.

2. Il tempo medio di giacenza del magazzino materie prime:

$$(MMP/CMPC)*365$$

in cui

MMP=Valore medio del Magazzino Materie Prime (S)

CMPC=Costo delle Materie Prime Consumate (F)

Per quanto riguarda l'individuazione degli importi di queste due variabili, valgono le stesse logiche descritte rispettivamente per il valore medio del magazzino merci e per il costo delle merci vendute.

3. Il tempo medio di giacenza del magazzino semilavorati:

$$(MS/CSO)*365$$

in cui

MS=Valore medio del Magazzino Semilavorati (S)

CSO=Costo dei Semilavorati Ottenuti (F)

Il numeratore di questo indice, come nei casi precedenti, dovrebbe essere adeguatamente rappresentato dal valore di bilancio.

L'individuazione dell'importo del costo dei semilavorati ottenuti, al contrario, presenta una criticità. Il costo di produzione dei semilavorati può essere calcolato solamente tramite la contabilità analitica interna all'impresa, per cui l'analista esterno si può limitare al solo utilizzo del flusso di ricavi, con conseguente sottostima dell'indicatore.

4. Il tempo medio di giacenza del magazzino prodotti finiti:

$$(MP/CPV)*365$$

in cui

MP=Valore medio del Magazzino Prodotti finiti (S)

CPV=Costo della Produzione Venduta (F)

Anche in questo caso, la stima sia del valore medio della classe di riferimento, sia del relativo flusso economico presenta le problematiche analizzate per l'indice di durata del magazzino semilavorati.

Proseguendo con l'analisi delle macro-classi che compongono il CCNo, è possibile individuare l'indice di durata dei "Crediti commerciali":

5. Il tempo medio di durata dei crediti commerciali:

$$[(CC/1,\pi)/V]*365$$

in cui

CC= Valore medio dei crediti commerciali (S)

$$\pi = \text{Aliquota IVA media}$$

$$V = \text{Ricavi d'esercizio (F)}$$

Tralasciando le problematiche relative alla stima puntuale del valore medio dei crediti (anche per questo indice è possibile ottenere una maggiore facilità di calcolo tramite l'utilizzo del valore di bilancio), è opportuno precisare che questo indicatore rappresenta le dilazioni, espresse in giorni, che vengono mediamente concesse ai propri clienti. In altre parole, l'indice di durata dei crediti commerciali esprime il tempo medio che intercorre tra il momento della vendita del prodotto/servizio e quello dell'effettivo incasso del relativo importo.

L'ultimo indice di durata, che è consigliabile calcolare, si riferisce alla macro-classe dei “*Debiti commerciali*”:

6. Il tempo medio di durata dei debiti commerciali:

$$[(DC/1,\pi)/A]*365$$

in cui

$$DC = \text{Valore medio dei debiti verso fornitori}$$

$$\pi = \text{Aliquota IVA media}$$

$$A = \text{Costi sostenuti per tutte quelle forniture spese in conto economico che sono state regolate a dilazione}$$

Tale indice, analogamente all'indicatore di durata dei crediti commerciali, rappresenta le dilazioni, espresse in giorni, che vengono mediamente concesse dai propri fornitori.

In particolare, il valore di questo indice permette d'individuare il tempo medio che intercorre tra l'acquisto delle forniture e l'effettivo pagamento degli impegni finanziari.

Gli indicatori, appena descritti, possono essere combinati tra loro al fine d'integrare l'analisi di liquidità svolta in precedenza.

Le informazioni così ottenibili evidenziano, da un punto di vista cronologico, il periodo di tempo medio che intercorre tra il pagamento dei fornitori per l'acquisto dei fattori produttivi e l'incasso degli importi originati dalla vendita dei prodotti finiti²⁶.

²⁶ Il tempo medio intercorrente tra i pagamenti e gli incassi che hanno origine dai cicli operativi è definito nella dottrina aziendalistica come ***durata del ciclo del capitale circolante***.

La **durata del ciclo del capitale circolante** può essere individuata secondo la seguente formula:

$$\begin{array}{c} \text{Durata Magazzino}^{27} \\ + \\ \text{Durata Crediti Commerciali} \\ - \\ \text{Durata Debiti Commerciali} \end{array}$$

Un valore positivo della durata del ciclo del capitale circolante evidenzia il fabbisogno finanziario che viene generato dalla gestione operativa. In questa particolare fattispecie, infatti, la durata dei debiti commerciali risulta essere inferiore alla somma della durata del magazzino e dei crediti di funzionamento. Da questo si può facilmente evincere che le dilazioni concesse dai propri fornitori siano, in termini di giorni medi, inferiori ai tempi di giacenza delle forniture in magazzino e/o alle dilazioni concesse ai propri clienti (quindi, da un punto di vista cronologico, accade che l'impresa dovrà anticipatamente pagare le forniture correnti e, solo successivamente, potrà beneficiare degli incassi generati dalle vendite).

Un valore negativo di questo ciclo monetario, al contrario, indica una gestione operativa in grado di contribuire al finanziamento aziendale, in proporzione al numero di giorni che trascorrono tra l'incasso dei crediti commerciali e il posticipato pagamento dei debiti di funzionamento.

Qualora gli amministratori riscontrassero i primi sintomi di uno squilibrio finanziario, derivante da un eccessivo sfasamento tra uscite ed entrate monetarie, potrebbero cercare d'intervenire tempestivamente su una o più componenti del capitale circolante netto.

2.1.2 L'analisi di solidità

Il giudizio sulla solidità patrimoniale dell'impresa dipende dalla sua capacità di riuscire a rispettare i propri impegni nel medio-lungo termine.

²⁷ La scelta degli indicatori di durata che formano la macro-classe del "*Magazzino*" dipende dalla tipologia d'azienda considerata. Ad esempio, per la valutazione di un'azienda industriale, la quale svolge chiaramente un'attività di trasformazione delle forniture ottenute, è necessario calcolare l'indice di durata del magazzino materie prime, l'indice di durata del magazzino semilavorati e l'indice di durata del magazzino prodotti finiti. Viceversa, per la valutazione di un'azienda commerciale, la quale svolge una "mera" attività di vendita, è sufficiente il calcolo dell'indice di durata del magazzino merci.

L'analisi della relazione tra le entrate e le uscite monetarie, con scadenza superiore al breve termine, permette di valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa e, di conseguenza, la sua probabilità di operare nella prospettiva della continuità aziendale.

Il mantenimento di tale equilibrio finanziario dipende fortemente sia dalle condizioni di approvvigionamento finanziario, sia dalle modalità d'investimento poste in essere dall'impresa, pertanto, risulta fondamentale l'analisi delle fonti e degli impieghi durevoli attraverso opportuni indici di bilancio.

Il **quoziente primario di struttura**, anche conosciuto come **quoziente di auto-copertura dell'attivo fisso**, rappresenta il rapporto tra mezzi propri ed attivo fisso:

$$Q_s^1 = MP/AF$$

con,

MP= mezzi propri

AF= attivo fisso

Questo indice valuta quantitativamente la percentuale di attivo fisso finanziata con i mezzi propri, infatti, tanto maggiore risulta essere questa proporzione e quanto minore sarà l'esposizione debitoria verso terzi dell'impresa.

Un secondo indice, che deve essere valutato in relazione al quoziente primario di struttura, è rappresentato dal **quoziente secondario di struttura**, la cui formula è rappresentata come segue:

$$Q_s^2 = (MP+PC)/AF$$

in cui,

MP= mezzi propri

PC= passività consolidate

AF= attivo fisso

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

Tenendo presente lo schema dello Stato Patrimoniale riclassificato secondo criteri finanziari, è facile intuire che, qualora il quoziente secondario di struttura indicasse un valore nettamente inferiore a 1, l'impresa si ritroverebbe in una situazione d'insufficienza di fonti durevoli e, quindi, di tensione finanziaria di breve termine (in questo caso sarebbe l'analisi di liquidità, approfondita nel paragrafo precedente, che evidenzierebbe l'eccesso di passività correnti rispetto all'attivo circolante).

Al fine di una corretta valutazione dei quozienti di struttura, è utile analizzare il cosiddetto **grado di ammortamento**, in quanto, come si vedrà a breve, valori maggiori all'unità dei quozienti di struttura non sono garanzia di solidità.

Quest'ultimo tasso permette di capire il grado di sfruttamento economico delle immobilizzazioni tecniche, poiché è rappresentato dalla seguente formula:

$$G_{\text{amm.to}} = \text{F.do amm.to imm. tecniche} / \text{Valore lordo imm. tecniche}$$

in cui,

F.do amm.to imm. tecniche = Fondo di ammortamento delle immobilizzazioni tecniche

Valore lordo imm. tecniche = Valore lordo delle immobilizzazioni tecniche (sono, quindi, esclusi gli investimenti non ammortizzabili come *terreni* e *acconti a fornitori di immobilizzazioni tecniche*)

Valori elevati del grado di ammortamento esprimono l'imminente conclusione del processo di ammortamento delle immobilizzazioni tecniche, che, necessariamente, obbliga l'azienda al reintegro e alla sostituzione delle stesse, con conseguente incremento del fabbisogno finanziario nel breve periodo.

Dall'analisi congiunta dei quozienti di struttura e del grado di ammortamento, è possibile esprimere un giudizio sul rischio di squilibri finanziari in cui potrebbero incorrere una o più imprese.

In particolare, analizzando la relazione tra grado di ammortamento e quozienti di struttura, si evince come quest'ultimi siano influenzati dalla vita utile residua dei beni strumentali.

Da un punto di vista contabile e matematico, infatti, maggiore è il grado di sfruttamento economico delle immobilizzazioni tecniche, minore sarà il valore dell'attivo fisso e maggiori risulteranno essere i valori dei quozienti di struttura.

Confrontando due aziende che operano nello stesso settore, dunque, a parità di quozienti di struttura, sarà il grado di ammortamento ad esprimere una corretta situazione finanziaria delle due imprese (la realtà aziendale, che presenta un maggiore grado di ammortamento, è costretta nel breve periodo a rifinanziare i beni strumentali e, quindi, si ritrova in una situazione finanziaria più incerta rispetto alla rivale).

Le informazioni fornite dai quozienti di struttura possono essere ulteriormente approfondite da particolari indici che analizzano la composizione delle fonti di finanziamento e degli impieghi di capitale.

Per quanto riguarda la struttura degli investimenti, è possibile esprimere un giudizio sulla capacità dell'impresa di reagire ad un cambiamento imprevisto del contesto competitivo in cui opera.

In particolare, l'impresa, che possiede un'elevata quantità d'impieghi a rapido recupero monetario, risulta maggiormente elastica rispetto a quelle realtà in cui, invece, è prominente la presenza d'impieghi a lento recupero, i quali inevitabilmente limitano l'azienda tramite costi difficilmente recuperabili (cosiddetti *sunk costs*).

In una situazione aziendale caratterizzata da squilibri finanziari, l'essere elastici rappresenterebbe una qualità necessaria per contrastare un potenziale processo degenerativo, poiché permetterebbe di allungare i tempi del fallimento.

I seguenti indicatori forniscono proprio informazioni sulla composizione degli impegni.

L'**indice di elasticità** esprime il rapporto tra l'attivo circolante e il capitale investito (dato dalla somma tra attivo fisso e attivo circolante):

$$I_E = AC/CI$$

dove,

AC= attivo circolante

CI= capitale investito=AC+AF

Maggiore è questo indice e maggiore sarà il grado di adattamento finanziario dell'impresa ai cambiamenti del mercato.

L'indicatore complementare all'indice di elasticità è chiaramente rappresentato dall'**indice di rigidità**, il quale rapporta l'attivo fisso con il capitale investito:

$$I_R = AF/CI$$

dove,

AF= attivo fisso

CI= capitale investito

Entrambi questi indici possono assumere valori compresi tra 0 e 1, ma non esistono soglie univoche e predeterminate che permettano di qualificare un'impresa rigida oppure elastica.

La corretta interpretazione di queste percentuali dipende molto dal contesto competitivo e dalla tipologia d'attività svolta dalla società stessa.

L'utilizzo esatto di questi indici impone, tuttavia, che si tengano presenti tutte le dinamiche aziendali. È, infatti, un errore comune cercare di massimizzare il valore dell'indice di elasticità e, contrariamente, minimizzare quello dell'indice di rigidità nella convinzione che, stando alle attuali dinamiche evolutive dei settori, sarebbe una scelta vincente ottenere un elevato grado di elasticità patrimoniale.

Un'impresa, per essere solvibile, dovrebbe riuscire ad ottenere dei valori abbastanza bilanciati tra loro, poiché, ad esempio, avere un elevato indice di elasticità e, allo stesso tempo, un basso indice di rigidità potrebbe segnalare una situazione di squilibrio finanziario di lungo periodo. Questo potrebbe accadere poiché l'azienda risulterebbe sicuramente in grado di adempiere ai propri impegni di breve termine, ma non avrebbe quelle garanzie patrimoniali atte a fronteggiare le passività consolidate attese. In altre parole, l'impresa risulterebbe *liquida*, ma *non solida*.

Viceversa, qualora l'indice di rigidità presentasse un valore elevato, mentre l'indice di elasticità ne possedesse uno particolarmente basso, l'azienda nel lungo termine risulterebbe in grado di coprire le proprie esposizioni debitorie, ma nel breve periodo si troverebbe obbligata ad affrontare un problema di liquidità (l'impresa sarebbe *solida*, ma *non liquida*).

Passando all'analisi della composizione delle fonti, invece, è possibile esprimere un giudizio sul grado d'indebitamento dell'impresa.

L'**indice di autonomia finanziaria** rappresenta il rapporto tra i mezzi propri e il totale del capitale investito:

$$I_A = MP/CI$$

in cui,

MP = mezzi propri

CI = capitale investito

Maggiore è il valore assunto da questo indice e maggiore è, appunto, l'autonomia finanziaria dell'impresa. Questo significa che l'azienda fruisce di pochi vincoli esterni, provenienti dalle banche, fornitori ed obbligazionisti, e possiede un elevato grado di autonomia decisionale ed operativa, poiché, ricorrendo probabilmente all'autofinanziamento, la maggior parte del capitale investito è finanziato tramite mezzi propri.

Contrapposto all'indice di autonomia finanziaria, è possibile individuare anche l'**indice di dipendenza finanziaria**:

$$I_D = PT/CI$$

in cui,

PT = Passività consolidate + Passività correnti

Quando questo indice assume valori elevati, l'azienda vede ridursi la propria autonomia, poiché la maggior parte del capitale investito è finanziato tramite l'indebitamento finanziario e, di conseguenza, i vincoli esterni sono rilevanti.

A conclusione dell'analisi di solidità, è necessario presentare anche il **quoziente d'indebitamento finanziario consolidato**.

Questo esprime il rapporto tra i debiti finanziari a medio-lungo termine e i mezzi propri:

$$Q_{DFC} = PC_{fin}/MP$$

in cui,

$$PC_{fin} = \text{Passività consolidate finanziarie}$$

Tramite questo indice è possibile misurare il grado di debito finanziario di lungo periodo per ciascuna unità di capitale finanziata con i mezzi propri e, quindi, la proporzione tra le fonti per l'acquisto di capitali.

L'utilità di questo indice risiede nel fatto che isola le fonti di finanziamento per l'acquisizione di capitali da quelle fonti che, al contrario, rientrano sempre nella categoria delle passività consolidate, ma hanno una natura commerciale (si pensi ai debiti commerciali di lungo periodo).

2.2 L'analisi economica

Nel primo capitolo è stata analizzata la crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale.

In particolare, si è analizzata la fattispecie in cui lo squilibrio finanziario non era la causa primaria del processo degenerativo della crisi, ma rappresentava una conseguenza di decadimenti e di perdite economiche già in essere.

Quando si riscontrano nella realtà situazioni simili a quella appena descritta, è fondamentale riuscire a svolgere un'analisi delle variabili che determinano il risultato economico.

L'analisi delle determinanti della redditività aziendale²⁸ richiede la **riclassificazione del conto economico per aree gestionali**.

I costi e i ricavi vengono, così, raggruppati in determinate categorie, che sono rappresentative della natura di ogni singola attività e che si possono ricondurre alle seguenti aree:

1. **Area caratteristica**, od **operativa**, in cui vengono raccolti i costi e i ricavi strettamente collegati alle operazioni inerenti la produzione tipica dell'impresa. Ad esempio, ne fanno parte i ricavi di vendita di prodotti/servizi e i costi sostenuti per l'impiego dei fattori produttivi.

²⁸ A. Danovi, A. Quagli, 2015, *op. cit.*

2. *Area accessoria*, od *extra-caratteristica*, in cui vengono classificati i costi e i ricavi collegati a quelle operazioni che, seppure svolte in modo continuativo, non appartengono all'attività operativa, mancando di pertinenza con l'oggetto peculiare delle operazioni aziendali.
3. *Area finanziaria*, la quale accoglie tutti gli oneri e tutti i proventi collegati alle operazioni di finanziamento per la copertura del fabbisogno finanziario dell'azienda.
4. *Area tributaria*, la quale riguarda le imposte sul reddito.

Il conto economico gestionale presenta, così, la seguente struttura:

Ricavi Operativi
- Costi Operativi
= Risultato Operativo
± Ricavi e Costi accessori
= EBIT
± Oneri finanziari netti
= Risultato lordo dell'esercizio
- Imposte
= Risultato netto dell'esercizio

Come si evince facilmente dallo scalare appena proposto, è possibile individuare alcuni risultati intermedi che dai ricavi operativi, tramite delle somme algebriche, portano al risultato netto d'esercizio.

In primo luogo, è possibile individuare il *Risultato Operativo* dato dalla differenza tra ricavi e costi operativi. In altre parole, rappresenta il saldo della gestione caratteristica, che, in normali condizioni, dovrebbe produrre la parte più consistente del risultato economico.

Successivamente, si può identificare l'*EBIT*²⁹, ovvero il reddito complessivamente prodotto dalle attività caratteristiche ed accessorie dell'impresa prima della remunerazione del capitale (algebricamente è dato dalla differenza tra il risultato operativo e il saldo della gestione accessoria).

²⁹ Acronimo inglese che deriva dall'espressione "*Earnings Before Interests and Taxes*", la cui traduzione è "guadagno prima degli interessi e delle tasse"

Il saldo della gestione finanziaria viene identificato dagli *Oneri finanziari netti*, ovvero la differenza tra gli oneri e i proventi finanziari. Tale saldo rappresenta una prima modalità di distribuzione del reddito prodotto a favore dei terzi creditori nei confronti dell'azienda.

La differenza tra *l'EBIT* e gli *Oneri finanziari netti* identifica il *Risultato lordo dell'esercizio*, che rappresenta il valore sul quale vengono calcolate le variazioni in aumento e in diminuzione, previste dalla disciplina fiscale vigente, al fine di ottenere la base imponibile necessaria al calcolo delle imposte (la seconda modalità di distribuzione del reddito prodotto a favore delle Amministrazioni locali e dello Stato).

Dalla differenza tra il *Risultato lordo dell'esercizio* e le *Imposte*, infine, è possibile ottenere il *Risultato netto d'esercizio*, il quale, nel caso assumesse un valore positivo, rappresenterebbe un *Utile Netto* (la terza ed ultima modalità di ripartizione del reddito prodotto a favore dei soci), mentre, qualora mostrasse un importo negativo, rappresenterebbe una *Perdita di esercizio*.

La riclassificazione del conto economico, così ottenuta, potrebbe subire ulteriori modifiche.

Utilizzando differenti criteri di classificazione dei costi operativi, infatti, è possibile ottenere margini intermedi aggiuntivi che, all'interno dello schema scalare *ut supra*, precedono il risultato operativo.

Ognuno di questi margini è in grado di soddisfare particolari scopi conoscitivi in merito ai diversi sottosistemi della gestione aziendale³⁰:

- Secondo una prima configurazione, i costi operativi possono essere classificati per natura al fine di esprimere il consumo dei fattori produttivi impiegati nei processi tipici dell'azienda. In particolare, è possibile distinguere i “*Costi esterni*” dai “*Costi interni*”. I primi rappresentano i costi sostenuti per l'acquisto dei fattori produttivi correnti (ad esempio, le materie prime), mentre i secondi individuano i costi sostenuti per l'acquisizione dei fattori produttivi strutturali (ad esempio, il costo del lavoro e gli ammortamenti).

Tenendo presente lo schema di conto economico gestionale presentato in precedenza, è possibile determinare due risultati intermedi: il **Valore Aggiunto**, dato dalla differenza tra *Valore della produzione* (voce “a” del conto economico civilistico) e *Costi esterni*, ed il **Margine operativo lordo (MOL)**, dato dalla differenza tra *Valore aggiunto ed i costi del personale* (sottoinsieme dei costi interni).

³⁰ I margini proposti sono solamente quelli ritenuti maggiormente idonei per l'individuazione di un possibile stato di crisi. La dottrina aziendalistica, infatti, ha sviluppato molti più indicatori, che, a parere dello scrivente, risultano utili in misura superiore per i processi di risanamento della crisi, piuttosto che per una sua individuazione (si pensi ai margini derivanti dal conto economico a costi e ricavi del venduto, o da quelli espressi dal conto economico a costi fissi e variabili).

Il primo risultato intermedio fornisce informazioni sulla capacità dell'azienda di creare un valore incrementale rispetto ai fattori produttivi esterni e, quindi, prodotto dai fattori interni. Questo margine, tuttavia, non aiuta particolarmente l'organo amministrativo all'individuazione della crisi poiché, escludendo la dinamica dei fattori produttivi strutturali, rischia di essere troppo parziale.

Il **Margine operativo lordo**, al contrario, fornisce informazioni molto significative sulla performance aziendale e, di conseguenza, su un possibile stato di crisi.

Questo, infatti, permette di valutare l'efficienza economica della gestione operativa e la capacità di quest'ultima di creare un presumibile *cash flow*.

In particolare, il **MOL** è calcolato considerando tutti i costi monetari della gestione operativa e le relative entrate monetarie potenziali³¹.

Un valore positivo del **MOL** individua, dunque, un'impresa che, nello svolgimento della propria attività tipica, sia in grado di produrre un potenziale livello di liquidità coerente con le proprie passività correnti.

Al contrario, un valore negativo di questo margine individua inequivocabilmente uno squilibrio economico a livello strutturale, in quanto i costi monetari collegati all'attività tipica sono superiori alle relative entrate.

L'organo amministrativo, riscontrando un margine operativo lordo negativo, dovrebbe tempestivamente intervenire sulla gestione tipica con l'obiettivo di ottenere una maggiore economicità produttiva, altrimenti il "semplice" squilibrio economico rischierebbe di sfociare in una crisi irreversibile.

Nelle realtà aziendali è sempre difficile modificare le entrate monetarie in tempi brevi, essendo queste una variabile non direttamente controllabile dall'impresa, ma l'organo amministrativo potrebbe/dovrebbe intervenire sulla struttura dei costi operativi, tramite l'eliminazione o l'esternalizzazione di quei processi che assorbono un'eccessiva quantità di risorse (nella pratica, la scelta di esternalizzare od eliminare determinate attività dipende dal potenziale competitivo che queste possono generare a favore dell'impresa).

³¹ I costi esterni ed i costi del personale, infatti, esprimono le uscite finanziarie già effettuate, o da effettuarsi, nel breve periodo, mentre il valore della produzione esprime il potenziale flusso di cassa in entrata generato dalle attività di approvvigionamento, produzione e vendita. Si definisce "potenziale" proprio perché l'effettiva dinamica dei pagamenti-incassi dipende dalla durata del ciclo del capitale circolante analizzata nel paragrafo 2.1.1.

2.3 L'analisi del cash flow

Il rendiconto finanziario rappresenta un ulteriore documento informativo capace di giustificare ed evidenziare la componente finanziaria della gestione.

Nello specifico, tale documento analizza le variazioni subite da una risorsa finanziaria³² di riferimento nell'arco di due esercizi successivi per effetto della gestione aziendale.

“Lo scopo del rendiconto finanziario è, pertanto, quello di evidenziare gli impieghi e le fonti di risorse in relazione alle operazioni di gestione che le hanno determinate”³³.

Ai fini dell'individuazione di uno stato di crisi, è utile l'analisi del **rendiconto per aree gestionali**.

Questo rappresenta la variazione della liquidità immediata netta, derivante dai flussi finanziari in entrata ed in uscita classificati in base alle seguenti aree gestionali:

- **L'area caratteristica corrente** permette d'individuare il *cash flow caratteristico corrente*, ovvero il flusso di cassa derivante dalle operazioni tipiche dell'attività aziendale che trovano esaurimento nell'esercizio amministrativo.
- **L'area caratteristica non corrente** esplicita il *cash flow degli investimenti caratteristici*, il quale rappresenta il flusso di cassa generato dagli acquisti e dalle dismissioni dei fattori produttivi di natura pluriennale (nonché, ad esempio, l'utilizzo del fondo trattamento di fine rapporto).
- **L'area extra-caratteristica** costituisce il *cash flow extra-caratteristico*, rappresentativo delle operazioni estranee all'oggetto tipico della gestione aziendale.
- **L'area di finanziamenti da parte di terzi** identifica il *cash flow dei finanziamenti*, ovvero il flusso di cassa derivante dai rapporti con i finanziatori terzi (ad esempio, banche ed obbligazionisti).
- **L'area di finanziamento da parte dei soci** evidenzia il *cash flow dei soci*, vale a dire il flusso di cassa generato dalle operazioni collegate ai rapporti con i soci (ad esempio, gli apporti di capitale e il pagamento dei dividendi).

³² Una pluralità di aggregati finanziari, o risorse di riferimento, possono essere oggetto d'analisi del rendiconto finanziario. Ne sono un esempio: *l'attivo circolante netto, la posizione finanziaria netta complessiva, la posizione finanziaria netta a breve, le liquidità totali, la liquidità immediata netta* e, ancora, *il margine di tesoreria*.

³³ A. Danovi, A. Quagli, 2015, *op. cit.*

- **L'area tributaria** individua il *cash flow tributario*, che si è originato dalle imposte sul reddito pagate nell'esercizio amministrativo.

Applicando il metodo indiretto³⁴ è possibile ottenere il seguente schema di rendiconto finanziario³⁵:

$$\begin{array}{l}
 \text{Reddito operativo caratteristico} \\
 + \text{Costi caratteristici non monetari} \\
 - \text{Ricavi caratteristici non monetari} \\
 \hline
 = \text{Flusso di circolante caratteristico} \\
 \pm \text{Variazione rimanenze} \\
 \pm \text{Variazione crediti caratteristici} \\
 \pm \text{Variazione debiti caratteristici} \\
 \hline
 = \text{Cash flow caratteristico corrente} \\
 - \text{Investimenti tecnici} \\
 + \text{Disinvestimenti tecnici} \\
 - \text{Utilizzo fondi} \\
 \hline
 = \text{Cash flow degli investimenti} \\
 + \text{Incassi da proventi extra-caratteristici} \\
 - \text{Uscite per costi extra-caratteristici} \\
 \hline
 = \text{Cash flow extra-caratteristico} \\
 + \text{Accensione di nuovi finanziamenti di terzi} \\
 - \text{Rimborso di finanziamenti di terzi} \\
 - \text{Pagamento interessi passivi} \\
 \hline
 = \text{Cash flow dei finanziamenti} \\
 + \text{Aumento reale del capitale sociale e versamento soci} \\
 - \text{Pagamento dividendi} \\
 \hline
 = \text{Cash flow dei soci} \\
 - \text{Cash flow tributario} \\
 \hline
 = \text{Cash flow finale}
 \end{array}$$

³⁴ Il *metodo diretto*, che si contrappone al *metodo indiretto*, permette di calcolare la variazione di cash flow, avvenuta tra due esercizi consecutivi, prendendo come base di calcolo il risultato d'esercizio e rettificandolo in aumento con i costi non monetari ed in diminuzione con i ricavi non monetari.

³⁵ A. Danovi, A. Quagli, 2015, *op. cit.*

Giunti a questo punto dell'analisi è possibile presentare un ulteriore indice, la cui formula è la seguente:

Cash flow operativo/Margine operativo lordo

Tramite l'indicatore proposto, è possibile misurare la proporzione di cash flow "potenziale", prodotto dalla redditività operativa e rappresentato, appunto, dal MOL, che effettivamente viene tradotto in flusso di cassa "effettivo"³⁶.

Un risultato positivo per l'azienda si evince quando l'indice assume un valore maggiore od uguale ad 1, poiché il cash flow "potenziale" riesce a tradursi completamente in entrate monetarie effettive.

In caso contrario, invece, l'impresa mostra un'inefficiente gestione del capitale circolante netto che, inevitabilmente, porta al depauperamento della liquidità potenzialmente producibile.

2.4 Riepilogo

L'analisi di solvibilità, l'analisi economica e l'analisi del cash flow, sviluppate nei paragrafi precedenti, hanno permesso di calcolare una serie d'indicatori in grado di fornire all'organo amministrativo un insieme d'informazioni, che il bilancio civilistico non è in grado di esplicitare.

Questi indici possono rilevarsi molto utili per l'identificazione di uno stato di crisi, o meglio, per la diagnosi tempestiva di squilibri finanziari, economici e patrimoniali che, se sottovalutati, potrebbero compromettere irreversibilmente la "salute" dell'impresa.

Il corretto utilizzo dell'analisi di bilancio, come è stato anticipato all'inizio del capitolo, necessita di un periodico monitoraggio degli indicatori proposti, così da creare una serie storica di dati che consenta una comparazione temporale e spaziale.

Solamente questo tipo di confronto permette all'organo amministrativo d'individuare i sintomi di un possibile stato di crisi, poiché, come ormai dovrebbe essere chiaro, durante la vita aziendale possono manifestarsi decadimenti fisiologici, che non necessariamente devono allarmare gli amministratori.

³⁶ Da un punto di vista contabile, la differenza tra il cash flow operativo ed il MOL è riconducibile alla dinamica del CCNo

CAPITOLO 3 - L'organo sociale preposto alla gestione

Premessa

La crisi dell'impresa ha messo in risalto il tema della responsabilità degli organi sociali (governance ed audit se nominato) in quanto soggetti dal cui comportamento possono dipendere conseguenze dannose per il centro degli interessi rappresentato dall'impresa in senso lato.

Nel momento di maggiore fragilità dell'impresa, quale appunto la fase di (pre) crisi, gli organi preposti potrebbero compiere od omettere atti con gravi effetti collaterali a loro stesso carico sia in ambito civile che penale. Queste circostanze, di frequente, avvengono per una sottovalutazione dei "requisiti amministrativi" che il legislatore ha modificato nella riforma del diritto societario (D.Lgs. 61/2002) unitamente al convincimento (specie nelle piccole e medie imprese) della perfetta separazione patrimoniale tra imprenditore e impresa svolta in forma di società di capitali (dimenticando che l'imprenditore spesso ne è l'amministratore) e/o all'insufficiente attenzione nell'attuazione di nuove norme più stringenti (come i Modelli Organizzativi ex D.Lgs 231/2001 e/o il risk reporting introdotto dal D.Lgs 32/2007 per determinate tipologie di attività).

La riforma del diritto societario, in vigore dal 2003, ha elevato il livello "qualitativo" delle caratteristiche richieste alla funzione di amministratore; per capirne la portata basti pensare ai seguenti due articoli:

Art. 2392 c.c. - Rapporto tra natura dell'incarico e le competenze specifiche dell'amministratore;

Art. 2381 c.c. - Dovere di agire informato;

In via preliminare è necessario, altresì, premettere che un errore di gestione non può costituire di per sé un'ipotesi di responsabilità in capo all'organo amministrativo, ma lo può divenire se conseguito in violazione ad un obbligo/dovere richiesto all'amministratore/i. Diversamente, ed inevitabilmente, si giungerebbe alla paralisi dell'attività imprenditoriale in quanto l'organo amministrativo sarebbe indotto a non assumere alcun rischio, poiché *"un sindacato ex post sul merito di tali scelte, non farebbe altro che penalizzare le operazioni o le attività innovative o*

inusuali che – essendo valutate ex post – possono facilmente essere considerate irragionevoli o avventurose”³⁷

In effetti, le scelte degli amministratori, anche quando producono conseguenze dannose e/o non convenienti per la società, possono rimanere indenni d'azioni di responsabilità allorquando siano state compiute: con piena trasparenza sugli interessi di ciascun amministratore (Artt. 2391, 2497 e 2629 bis c.c.), con il rispetto delle regole e procedure previste dallo statuto o dalla legge per determinate operazioni (Art. 2391 bis c.c.), con l'osservanza di quelle cautele, verifiche ed informazioni previste dalla diligenza dell'incarico (Artt. 2391 e 2381 c.c.). In altri termini, nessuna censura può essere eccepita sul merito delle scelte imprenditoriali degli amministratori poiché quest'ultimi non hanno l'obbligo di amministrare con successo economico, ma hanno obblighi e doveri, intrinseci alla carica rivestita, la cui violazione sarà oggetto di valutazione di responsabilità.

Per questo è fondamentale e centrale il ruolo dell'adeguatezza dei sistemi organizzativi, amministrativi e contabili predisposti dagli amministratori, in modo tale da permettere la ricostruzione del processo decisionale ex post nel caso in cui quest'ultimi siano chiamati in causa, per il verificarsi di un danno alla società, e comprendere la capacità dei sistemi implementati ad “impedire e/o limitare” l'insuccesso.

Il ruolo degli amministratori, ed il “rischio” del loro coinvolgimento in azioni di responsabilità, diventa quanto mai delicato proprio nella fase di crisi dell'impresa; quando, cioè, gli amministratori si trovano davanti alla scelta di procedere ad un risanamento aziendale o, inevitabilmente, ad intraprendere la soluzione liquidatoria. La decisione per la prima soluzione (un risanamento) comporta necessariamente l'assunzione del rischio di poter peggiorare la crisi dell'impresa, mentre quella per la seconda ipotesi (la liquidazione) può portare alla condizione di aver dismesso una realtà aziendale ancora potenzialmente idonea a generare profitto.

Per comprendere compiutamente il “rischio” di essere chiamato a responsabilità (risarcitoria) è utile pensare all'ampio spettro di casi a cui è sottoposto a giudizio l'operato dell'amministratore:

- Quando si astiene dal valutare con adeguata ponderazione i contenuti dei piani e programmi aziendali che successivamente si siano rilevati frutto di eccessiva approssimazione;
- Quando si abbia sovrastimato il valore degli assets non strategici da cedere;
- Quando si siano applicate politiche di bilancio difformi dai principi contabili adottati.

³⁷ F.Bonelli – *Gli amministratori di Spa dopo la riforma delle società* – Giuffrè Editore, 2004

- Quando non si abbia con prontezza accertato una causa di scioglimento del contratto sociale, rinviando così la messa in liquidazione della società;

3.1 I requisiti civilistici richiesti per la funzione di amministratore

Per comprendere pienamente il complesso aspetto della responsabilità (civile e penale) degli organi sociali è necessario fare una disamina giuridica dei principi ispiratori del diritto societario.

Il Legislatore ha introdotto un principio generale contenuto nell'art. 2740 c.c. (Tutela del Patrimonio) che testualmente stabilisce: "Il debitore risponde delle proprie obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri."

Ecco che, nel caso in cui il debitore sia rappresentato da una società (specie se di capitali), per far rispettare il principio generale *ut supra*, il legislatore ha coinvolto direttamente il soggetto gestore, chiamandolo a responsabilità (risarcitoria) quando si fossero verificate violazioni a quei precisi e prefissati doveri/obblighi attribuiti agli amministratori medesimi.

Dallo spettro normativo, si evince che l'organo amministrativo ha il **dovere**:

di valutare (Art. 2381 c.3)

- *l'adeguatezza dell'assetto organizzativo,*
- *l'adeguatezza dell'assetto amministrativo e contabile*
- *il generale andamento della gestione*

di esaminare (Art. 2381 c.3)

- *i piani strategici, industriali e finanziari*

di avere cura (Art. 2381 c.5)

- *a modificare gli assetti per mantenerli adeguati alla natura e dimensioni dell'impresa*
- *a riferire al cda e collegio con la periodicità prevista dallo statuto ed in ogni caso ogni 6 mesi sul generale andamento della gestione e sulla prevedibile evoluzione e sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla società e dalle sue controllate*

di agire (Art. 2381 c.6)

- *in modo informato richiedendo (nel caso) anche informazioni agli organi delegati*

La responsabilità dell'organo amministrativo trae origine dall'art. 2392 c.c. (Responsabilità verso la società) che impone agli amministratori di adempiere ai doveri imposti dalla legge e dallo statuto, richiamando, in particolare, quelli pubblicistici quali la redazione del bilancio

(Art. 2423), il deposito del bilancio al registro imprese (Art. 2435), l'accertamento del verificarsi di una delle cause di scioglimento (Art. 2485) ed un obbligo di conservazione del patrimonio tra la causa di scioglimento e la nomina dell'organo di liquidazione (Art. 2486).

Come già descritto, con la riforma del diritto societario il legislatore ha incrementato le qualità di coloro che ricoprono cariche amministrative, passando da un astratto concetto della "diligenza" ad una più marcata capacità di assolvere alle proprie funzioni, richiedendo, così, a ciascun amministratore il **dovere**:

di adempiere (Art. 2392 comma 1)

- *con la diligenza richiesta*
 - *dalla natura dell'incarico*
 - *dalle loro specifiche competenze*

di fare (Art. 2392 comma 2)

- *quanto possibile, se a conoscenza di fatti pregiudizievoli, per impedirne il compimento o eliminare o attenuare le conseguenze dannose*

In aggiunta, all'amministratore è richiesto il rispetto di altri principi e più esattamente:

Divieto di Concorrenza (Art. 2390 comma 3)

- *Divieto di assumere la qualità di soci illimitatamente responsabili in società concorrenti*
- *Divieto di esercitare un'attività concorrente per conto proprio o di terzi*
- *Divieto di rivestire carica di amministratore o direttore generale in società concorrenti salvo autorizzazione assemblea dei soci*

Interessi degli amministratori (Art. 2391)

- *Obbligo di dare notizia a tutti gli amministratori e sindaci di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società*
- *Divieto di utilizzare, a proprio vantaggio o di terzi, i dati le notizie e le opportunità di affari appresi nell'esercizio del proprio incarico.*

Operazioni con parti correlate (Art. 2391 bis)

- *Obbligo di adottare regole che assicurino trasparenza e correttezza formale e procedurale delle operazioni con parti correlate*

Alla luce di queste considerazioni qualitative di diritti ed obblighi a carico dell'amministratore, chiamato alla complessa gestione dell'impresa, si deve individuare quale sia il momento della gestione che possa generare responsabilità. Per comprendere compiutamente la questione, è utile premettere che una scelta di gestione rappresenta il frutto di un processo decisionale

adottato dall'organo amministrativo che, essenzialmente, si distingue sempre in due fasi: a) la fase cognitiva; b) la fase discrezionale.

La fase cognitiva è rappresentata principalmente da un'attività di raccolta ed esame di informazioni di varia natura e specie (mercato di sbocco, tipologia d'investimento, considerazioni sul prodotto, policy aziendale, risorse finanziarie e loro copertura, ecc...) che si sintetizzano in un unico documento (c.d. Business Plan) all'interno del quale ci sono le complete valutazioni dell'impatto sull'equilibrio patrimoniale, economico e finanziario dell'impresa.

La fase discrezionale inizia con il momento nel quale si adotta una soluzione, con l'obiettivo di realizzare quanto esaminato e ponderato nella prima fase, e prosegue con il monitoraggio della corrispondenza tra i dati aziendali attesi e quelli effettivamente riscontrati.

La fase cognitiva, salvo i casi di palese ed insufficiente analisi dei dati, non è fonte di responsabilità dell'organo amministrativo in quanto la documentazione elaborata mostra subito la propria sostenibilità ed integrazione nella dinamica aziendale già in corso. In questo caso l'amministratore ha rispettato il principio generale a lui richiesto, ed imposto dal legislatore, poichè ha diligentemente (secondo il principio della Suprema Corte) o ragionevolmente (secondo il principio delle Corti di Merito) compiuto la propria funzione.

Il punto cruciale è la fase discrezionale, non tanto per la scelta che sarà adottata, quanto per la naturale (e fisiologica) necessità di monitorarne l'impatto sugli equilibri dell'impresa; ciò in quanto il legislatore impone a carico dell'amministratore un obbligo di "valutare il generale andamento della gestione" (Art. 2381 c.3 cc). In altri termini, è posto a carico dell'amministratore l'obbligo di verificare (con idonei strumenti frutto della dottrina aziendalistica) l'impatto della scelta fatta sulla dinamica aziendale e, qualora questo sia diverso (e minore) rispetto a quanto atteso e previsto dalla fase cognitiva, di procedere alle opportune correzioni per non aggravare quanto provocato.

3.1.1 Approfondimento sul "nuovo" concetto di diligenza ed agire informato

Per quanto sopra esposto, si evince che la "diligenza" richiesta all'organo amministrativo è stata traslata da quella generale (propria) del "mandato" (ex art. 1176 c.1 c.c. – buon padre di famiglia) a quella più funzionale "alla natura dell'incarico ed alle specifiche competenze".

Il nuovo concetto di diligenza “parametrata” alla natura dell’incarico ed alle specifiche competenze di ciascun amministratore porta a concludere che le loro scelte devono essere informate e meditate, basate sulle rispettive conoscenze e frutto di un rischio ponderato.

Come già ricordato, al fine di giudicare la sussistenza o meno di un comportamento diligente in capo all’amministratore, sarà necessario valutarne l’operato nel corso della formazione della decisione assunta; da ciò si può desumere non tanto un obbligo di perizia quanto un dovere di competenza che si traduce nell’obbligo del nominato di accettare l’incarico di amministratore se, e solo se, in grado di esercitare la funzione.

L’agire in modo informato, quale espressione specifica dell’obbligo generale di diligenza, implicitamente richiede all’amministratore un *quid pluris*, ossia che egli ponderi, al momento dell’accettazione della carica, l’idoneità delle proprie competenze e la disponibilità di tempo necessari e parametrati alla dimensione e tipologia della società.

Gli obblighi e le responsabilità che incombono su ciascun amministratore variano anche in ragione della natura dell’incarico assunto e dalle funzioni concretamente assegnate; a seconda che l’incarico sia esecutivo o meno e che l’amministratore sia indipendente³⁸.

La riformata previsione dell’art. 2392 c.c. individua altresì un principio di solidarietà tra gli amministratori in caso di responsabilità e quindi di obbligazione al risarcimento a loro carico; in particolare il secondo comma, dello stesso articolo, prevede che l’amministratore (seppur privo di deleghe o poteri) risponde solidalmente quando, essendo a conoscenza di un evento pregiudizievole, non si sia attivato per eliminare o attenuare le conseguenze dannose. A conferma della centralità dell’obbligo di agire informato a carico di ciascun amministratore si pensi alla nuova configurazione dei poteri del consiglio di amministrazione e cioè quella di conferire e revocare le deleghe al suo interno e, sulle materie conferite, un potere concorrente con quello dell’amministratore delegato. Ciò in quanto il consiglio conserva in capo a se una funzione di garanzia, ed avendo la facoltà di impartire direttive e di avocare a se le operazioni spettanti al delegato, può (e deve) impedire il compimento di eventuali azioni pregiudizievoli. L’organo amministrativo ha inoltre poteri di direzione concorrenti con gli amministratori delegati, da ciò ne consegue che l’adeguatezza degli assetti organizzativi è dovere comune del primo come dei secondi, pertanto l’articolazione delle funzioni delegate dovrà essere tale da consentire l’effettivo dovere di agire informati e valutare pienamente l’assetto organizzativo

³⁸ Per amministratori “indipendenti” si intende amministratori privi di incarichi esecutivi che, oltre a non svolgere funzioni direttive, sono liberi da conflitti di interessi con chi governa la società. Tra le loro funzioni vi è il compito di vigilare sull’operato degli amministratori esecutivi, siano essi soci di controllo o terzi da questi ultimi designati e sono chiamati a svolgere un ruolo qualificato verso i soci e verso il mercato. (Cfr. Raccomandazione della Commissione UE sul ruolo degli amministratori non esecutivi 2005/192/CE)

adottato, finanche, ove necessario, l'esercizio dei poteri di revoca, avocazione e sostituzione dei delegati, da parte dell'organo collegiale.

Appare chiaro che, alla distribuzione dei poteri all'interno dell'organo collegiale debbano corrispondere adeguati flussi informativi. Proprio per assicurare all'organo collegiale la giusta quantità d'informazioni, il comma 5 dell'art. 2381 c.c. prescrive che gli organi delegati riferiscano al consiglio con periodicità almeno semestrale sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggiore rilievo. A fare da contraltare all'obbligo dei delegati di informare i deleganti, sta l'obbligo di questi ultimi di chiedere *“agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società”*.

La normativa richiamata, in altri termini, prevede un rapporto circolare e reciproco tra delegati e deleganti, dove i primi hanno l'onere di informare i secondi e quest'ultimi hanno il diritto ad essere informati e il potere (dovere) di ottenere informazioni (Art. 2381 u.c.).

Merita, infine, un cenno il compito di ciascun amministratore di valutare l'assetto organizzativo (Art. 2381 c.3) dell'impresa poiché la fonte normativa è carente sul contenuto.

Sul piano del diritto le riflessioni sono focalizzate sull'analisi dell'adeguatezza degli assetti organizzativi piuttosto che sull'organizzazione in senso stretto. Dato che organizzazione ed adeguatezza sono strettamente correlate ed interdipendenti in funzione della tipologia e dimensione dell'impresa, torna utile far riferimento all'unico documento³⁹, elaborato dalla dottrina, dove vengono fornite le definizioni ed i principi su cui poi esprimere il giudizio di adeguatezza.

La necessaria presenza di un “organigramma aziendale”, di una “definizione precisa dei compiti e delle deleghe”, di “precise procedure informative-conoscitive-partecipative” tra le varie funzioni aziendali e le aree gestionali dell'impresa, sono il filo conduttore dell'adeguatezza di un assetto organizzativo.

Sul piano della crisi aziendale la valutazione degli assetti organizzativi e dei flussi informativi diviene regola di *governance* volta ad incentivare *ex ante* comportamenti virtuosi che, passando per la modifica dell'organizzazione e/o l'introduzione di modelli di prevenzione dei reati (ex D.Lgs. 231/2001)⁴⁰, tendano a ridurre il “rischio del danno” a vantaggio dell'efficienza dell'attività.

³⁹ “Norme di comportamento del collegio sindacale” elaborate dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili – Edizione 2015 – Norma 3.4 - pag. 44 e segg.

⁴⁰ L'introduzione del D.Lgs 231/01 ha determinato per gli amministratori un ulteriore profilo di rischio in quanto ha ricondotto in capo agli stessi un obbligo di esercitare ogni azione in loro potere volta a ridurre il rischio potenziale per l'ente (società). La mancata adozione dei modelli necessari a ridurre il rischio potenziale, determina a carico degli

Tutto questo deve essere valutato nell'ottica di "organizzare" un complesso sistema di controllo endo-sociale che possa tempestivamente fornire all'organo amministrativo stesso i primi segnali di allarme che, se trascurati, potrebbero far insorgere la crisi dell'azienda. Su questo il legislatore non ha previsto alcun modello e l'unico riferimento normativo alla "riduzione del capitale" (ex Artt. 2446 e 2447) di per sé non è sufficiente per dichiarare l'insostenibilità del programma aziendale.

3.2 La fattispecie della responsabilità dell'amministratore – breve cenno giuridico

La responsabilità civile è un istituto giuridico complementare a quello dell'obbligazione in generale, e consistente nel sopportare gli effetti negativi (dannosi) provocati dall'inadempimento dell'obbligazione stessa; ed in linea di principio generale è solidale per gli obbligati che con il loro comportamento (commissivo od omissivo) hanno generato il fatto dannoso.

La giurisprudenza, a più riprese, ha confermato come tra gli elementi essenziali per la sussistenza di una responsabilità, vi sia il fatto che il pregiudizio sia stato realmente patito dal danneggiato; da qui ne discende che il danno risarcibile è solo quello reale, e non anche quello potenziale. In ambito societario, sarà il depauperamento patrimoniale il reale danno causato alla società stessa ed, in secondo luogo, ai soci (restituzione del capitale) ed ai creditori sociali.

A completamento di questa breve analisi è utile focalizzare l'attenzione sulla tipologia di contravvenzione (ad un dovere) imputabile all'amministratore; in particolare capire se essa abbia natura contrattuale od extra contrattuale, in quanto ne consegue una particolare situazione giuridica soggettiva: ossia l'esposizione ad una sanzione risarcitoria irrogata dal giudice nell'ambito della giurisdizione civile ai fini delle prove. Infatti, nel caso di "responsabilità contrattuale", è il soggetto inadempiente a dover provare che l'inadempimento è stato determinato da cause a lui non imputabili (art. 1218 c.c. - Responsabilità del debitore); mentre

amministratori, una vera e propria inversione dell'onere della prova qualora il reato si verifichi. Il reato, per quanto commesso dalla persona fisica, si presenterà sempre come ascrivibile all'ente, qualora lo stesso non riesca a dimostrare che erano state adottate tutte le azioni ed i correttivi necessari alla riduzione/contenimento di rischi potenziali. E' evidente, quindi, come sugli amministratori si venga a configurare una necessaria valutazione del risk assessment attraverso il quale deve essere valutata la potenzialità del verificarsi di illeciti nei vari comparti aziendali. Questo non si traduce in una obbligatorietà tout court nell'adozione dei modelli 231/01 ma è di tutta evidenza che sempre più frequentemente la normativa riconduce ad un richiamo generale. (Si veda il Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana Spa, i numerosi regolamenti per le società pubbliche, ecc...)

nella “responsabilità extracontrattuale” (o aquiliana), spetta invece al soggetto danneggiato a dover fornire la dimostrazione dell’inadempienza, del danno e del relativo nesso causale.

In ambito societario, la responsabilità dell’organo amministrativo può avere una duplice natura, sarà di tipo “contrattuale” quella nei confronti della società e sarà di tipo “extracontrattuale” quella nei confronti dei soci e dei creditori sociali. Pertanto, nelle ipotesi di responsabilità nei confronti della società dovranno essere gli amministratori a provare i fatti che escludono o attenuano la loro colpa, mentre nei casi di responsabilità verso i soci o i terzi, saranno questi ultimi onerati della prova dell’inadempimento, del danno conseguente e del nesso tra i due.

A conclusione dei rilievi giuridici in sede di responsabilità degli amministratori da ricordare il termine entro il quale il soggetto legittimato (società o curatore, socio, creditore sociale) può procedere con l’azione giudiziaria per il riconoscimento delle proprie ragioni. Il principio generale è previsto dall’art. 2935 c.c. che fa decorrere il conteggio della prescrizione dal giorno “in cui il diritto può essere fatto valere”.

L’Azione sociale di responsabilità, ai sensi del 2393 c.c., oltre ad essere deliberata dall’assemblea dei soci, potrà essere esercitata entro cinque anni dalla cessazione dell’amministratore dalla carica; mentre quella dei creditori sociali si prescrive in cinque anni dal manifestarsi dell’insufficienza del patrimonio (art. 2949 c.2 c.c.).

Il termine sopra ricordato potrà essere oggetto di dilatazione a dieci anni qualora i fatti che hanno generato il danno siano ascrivibili a condizioni di reato come previsto dagli art. 216 e 223 della legge fallimentare.

3.3 Responsabilità da Attività di direzione e coordinamento ed il caso delle società “in house”

In linea generale il legislatore ha individuato speciali fattispecie, ormai ricorrenti nella logica moderna di fare impresa, che possano generare particolari responsabilità. E’ il caso in cui la società appartenga ad un “gruppo” imprenditoriale che, con un legame di controllo⁴¹, sia soggetta ad attività di direzione e coordinamento.

⁴¹ La definizione di società controllata e collegata è contenuta nell’Art. 2359 c.c.: *Sono considerate società controllate:*
1) *le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;*
2) *le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;*
3) *le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.*
Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto di terzi.

A norma dell'art. 2497 del codice civile, infatti, *“le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui”⁴² in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società... Il socio ed il creditore sociale possono agire contro la società o l'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento, solo se non sono stati soddisfatti dalla società soggetta alla attività di direzione e coordinamento”*.

I soggetti che trovano tutela da tale disciplina sono i soci (soprattutto quelli di minoranza) ed i creditori sociali della società eterodiretta. Tale responsabilità si estrinseca in una duplice direzione: verso i soci, per i danni da questi sofferti quale mancato aumento della redditività o di diminuzione di valore della partecipazione; e verso i creditori sociali, quando tale esercizio provochi l'insufficienza del patrimonio della società eterodiretta a garantire le loro ragioni creditorie.

In via sintetica, si può affermare che la responsabilità della controllante verso i soci e creditori della società controllata è ancorata **all'abuso** della direzione e coordinamento e non all'esercizio insufficiente dei poteri di direzione sulla controllata.

La responsabilità della capogruppo si aggiunge in via sussidiaria (e non sostituisce) quella ordinaria prevista per gli organi sociali della società sottoposta a direzione e coordinamento.

La capogruppo non è responsabile quando:

- ✓ La decisione da cui deriva il danno esula dalla sfera della direzione e coordinamento.
- ✓ La decisione da cui deriva il danno è da considerare corretta sotto il profilo gestionale.

L'accertamento della responsabilità è nella condotta della capogruppo; quindi si ha un'inversione dell'onere della prova e dovrà essere quest'ultima a dimostrare che è stato perseguito l'interesse imprenditoriale del gruppo in senso unitario.

Per questo è fondamentale il rispetto delle norme sulla trasparenza previste dall'art. 2497 ter c.c. *“Le decisioni delle società soggette a direzione e coordinamento, quando influenzate da questa, devono essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e*

⁴² Con particolare riferimento ai gruppi di imprese strutturati su più livelli, la dottrina ha chiarito che mentre la holding di vertice, che si pone a capo dell'intero gruppo, svolge la propria attività di direzione e coordinamento in un interesse che, anche se indirettamente, non può che essere “proprio”, le holding intermedie potrebbero anche agire sotto la direzione ed il coordinamento della capogruppo, dirigendo e coordinando le proprie controllate nell'interesse imprenditoriale «altrui».

degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione. Di questo deve essere data adeguata informazione nella relazione sulla gestione”.

Ulteriore approfondimento, anche in considerazione dell’argomento di questo lavoro, merita il caso delle società dette “*in house*” e del loro assoggettamento alla generale fattispecie delle società soggette a direzione e coordinamento ai sensi dell’art. 2497 c.c. A questo proposito è utile ricordare che il dibattito dottrinale⁴³ è tuttora in corso, anche se è da ritenere, al momento, la prevalente interpretazione di seguito illustrata. In via preliminare è necessario ricordare che la fonte normativa di questa particolare fattispecie sociale è il D.Lgs. 175/2016 (testo unico in materia di società a partecipazione pubblica e meglio conosciuto come “Decreto Madia”) che ha definito le modalità (e le condizioni) di affidamento diretto del servizio (pubblico), oltre a renderle compatibili con la generale disciplina delle società di capitali, tranne che per uno “spinoso” e rilevante problema: deroga/non deroga alla disciplina generale delle “ordinarie” società di capitali.

Il tutto ruota intorno all’autonomia che il legislatore (con l’art. 16 del D.Lgs. 175/16) ha dato a livello normativo per queste particolari società e, più precisamente, sulla previsione dell’esercizio del cosiddetto controllo “analogo” che l’ente pubblico (socio) esercita sugli amministratori della controllata.

Se è vero che l’indirizzo interpretativo fornito dalla giurisprudenza (ed in conformità all’espressione della direttiva comunitaria n.2014/24/UE) configura la società *in house* come un “arto” della pubblica amministrazione stessa (il socio) in quanto, essendo affidataria allo svolgimento di un servizio originariamente di competenza del socio pubblico, i suoi amministratori sono “spogliati” della loro autonomia gestionale così da rispettare il “rapporto di servizio” alla stessa stregua del Dirigente (dipendente pubblico) con l’ente stesso; è altrettanto vero che siamo di fronte ad una anomalia dove una società di capitali, normalmente destinata ad attività imprenditoriali a fini di lucro, e spogliata dell’autonomia gestionale conferita all’organo amministrativo, si trova ad operare sul mercato con logiche diverse dalle altre società di capitali⁴⁴.

Orbene se la società *in house* ha la finalità, “... *in via esclusiva, di autoproduzione di beni o servizi strumentali all’ente o agli enti pubblici partecipanti*”, e dove l’accesso al capitale da parte di soggetti privati è limitato ad una quota che non consenta il controllo sociale e/o non sia

⁴³ Atti del VIII Convegno Annuale dell’Associazione Italiana Professori Universitari di Diritto Commerciale– Relatrice Elisabetta Codazzi “*Le nuove società in house: controllo cd analogo e assetti organizzativi tra specialità della disciplina e proporzionalità delle deroghe.*” – Roma 17-18 febbraio 2017

⁴⁴ Per tutte le pronunce si veda la Cassazione Civile sez. unite – Sentenza n. 28283 del 25 novembre 2013

rilevante sotto il profilo decisionale, è altrettanto vero che il principio delle deroghe alla normativa generale (prevalenza della legge speciale su quella generale) conferma che il legislatore deve darne espressa indicazione. Pertanto, non essendo espressamente indicata nella legge speciale (D.Lgs. 175/16) alcuna peculiare eccezione alla disciplina generale del diritto societario, si deve ritenere che anche queste società rientrino sotto la sfera di quest'ultima normativa.

Ad ulteriore conferma di questa conclusione, nella logica della salvaguardia degli interessi collettivi generali, che ha spinto il legislatore all'introduzione della specifica norma sulle società soggette a direzione e coordinamento, la fattispecie delle società *in house* è più che mai assorbita in questa stessa tutela⁴⁵. In altri termini, se la società *in house* è soggetta al "controllo analogo", in quanto è il socio ente pubblico che incide in modo concreto ed effettivo sulla gestione sociale, e quindi di fatto persegue gli interessi della controllante, escludendo qualsiasi autonomia gestoria della società controllata, non può ritenersi escluso (o non applicabile) il principio generale aziendale dell'equilibrio patrimoniale, economico e finanziario che l'art. 2497 ribadisce nello specifico caso della direzione e coordinamento a tutela dei soci e (soprattutto) dei creditori sociali.

Al contrario non pare ragionevole immaginare che *"per uno stesso fenomeno, che oggettivamente presenta le stesse caratteristiche e produce gli stessi effetti (anche pregiudizievoli) sulla società, debba ricevere un diverso trattamento, a seconda che sia riconducibile ad un soggetto pubblico o privato"*⁴⁶.

A conferma della teoria di assoggettamento alle norme generali del diritto societario per le società *in house* è intervenuta una recentissima sentenza della Suprema Corte che ha chiarito "salvo espresse deroghe" il rispetto della norma generale⁴⁷.

Infine, qualora fosse necessario, lo stesso D.Lgs. 175/2016 conferma che le società *in house* sono soggette alla disciplina fallimentare alla stessa stregua delle altre imprese in quanto "imprenditore commerciale".

⁴⁵ Anche in via di presunzione legale ai sensi dell'art. 2497 *sexies* c.c. che, salvo prova contraria, presume la fattispecie di direzione e coordinamento quando si verifica il controllo come definito dall'art. 2359 c.c.

⁴⁶ E. Codazzi, op.cit.

⁴⁷ Cassazione Civile sez. unite – sentenza n. 24591 del 01 dicembre 2016, pubblicata in www.dirittodeiserviziipubblici.it che testualmente recita "... In siffatto contesto si può affermare che le società a partecipazione pubblica costituiscono, in ambito societario, una categoria nella quale sono comprese, in termini di specialità, le società (non solo partecipate, ma) controllate da enti pubblici e le società *in house*; sicché il principio generale dettato dal citato 3° comma dell'art. 1 è destinato a valere anche per le società *in house*, ove non vi siano disposizioni specifiche di segno diverso. Ed una disposizione specifica per le società *in house* si rinviene, nell'art. 12 che, come si è visto, riguarda la giurisdizione in tema di azioni di responsabilità degli organi sociali, non anche per quel che attiene alle controversie in materia di nomina o revoca degli organi sociali designati dal socio pubblico".

Infine, a completamento delle riflessioni riportate in questo capitolo, è opportuno ricordare che nel caso in cui la società in house fosse assimilata alla fattispecie dell'ente pubblico, allora questa ricadrebbe sotto la giurisdizione della Corte dei Conti⁴⁸ e non anche di quella ordinaria civile (Tribunale delle Imprese con la nuova normativa) a cui sono sottoposte le altre società.

3.4 Gli errori da evitare (obbligo di intervento e manifestazione di dissenso)

Aspetti generali

Gli aspetti trattati in precedenza inducono a cercare di prevenire le situazioni nelle quali l'amministratore potrebbe essere soggetto ad azioni di responsabilità soprattutto in momenti di crisi in quanto potrebbe esservi coinvolto pur agendo con la diligenza richiesta per l'incarico stesso, quindi è utile, al fine di completare in maniera esaustiva l'argomento, cercare di comprendere gli errori da evitare.

La maggior parte delle crisi d'impresa hanno cause di mercato o derivano da errori gestionali, ma assumono contorni critici quando la crisi assume connotati prevalentemente di tipo finanziario manifestandosi, palesemente, con la difficoltà di rispettare i pagamenti verso creditori.

Nel momento di massima tensione finanziaria dell'impresa, l'organo amministrativo può essere tentato a prendere/adottare soluzioni che non sono consone alla corretta gestione aziendale, e questo diventa inesorabilmente fonte di possibili azioni di responsabilità verso la società, i creditori sociali ed i soci stessi.

Da qui una breve panoramica di operazioni da evitare:

Omissione di versamenti di imposta, ritenute e contributi

L'omissione di versamenti d'imposta, ritenute e contributi non è certo un modo per "contenere" la crisi in quanto, anzi, si aggrava ulteriormente il conto economico (e successivamente quello finanziario) di sanzioni più o meno ingenti e commisurate agli importi non versati.

In aggiunta se il mancato versamento delle imposte o tributi dovesse superare certe soglie (malgrado il recente l'innalzamento della soglia da 50.000 a 200.000 euro) l'amministratore

⁴⁸ Eccezione fatta per il caso del danno erariale come previsto dall'art. 12 c.2 del D.Lgs. 175/2016 che espressamente è di competenza della Corte dei Conti.

subirebbe un processo penale che lo vedrebbe condannato salvo che in particolari e circoscritte situazioni di “stato di necessità”⁴⁹.

Dismissione dei cespiti e vendite sottocosto

Nel tentativo di recuperare la liquidità necessaria per tamponare le urgenze, l'amministratore incorre nell'errore di dismettere alcuni beni o merci dell'impresa amministrata, privandola così di taluni fattori produttivi necessari.

Pagamenti preferenziali e postergati

Prediligere certi creditori, piuttosto che altri, in piena violazione della *par condicio creditorum*, rappresenta un errore per cui l'amministratore potrebbe essere chiamato a risponderne in sede di fallimento della società. In via analogica il caso della restituzione anticipata dei finanziamenti concessi dai soci che il legislatore ha definito aventi natura postergata in sede di rimborso rispetto a tutti gli altri creditori. (Art. 2467 c.c.)

Politiche di bilancio in tempi di crisi

Nei casi in cui la continuità aziendale sia a rischio, talune voci del bilancio possono apparire per l'organo amministrativo come una opportunità per il proseguimento dell'impresa in attesa (speranza) che la situazione possa migliorare. A questo proposito in sede di redazione del bilancio di esercizio, l'organo amministrativo può essere tentato di “assecondare” i principi contabili (riferimento ai principi OIC) per “occultare” l'effettiva situazione dell'impresa fornendo così al pubblico uno “stato di salute” non veritiero. Tale comportamento è da considerarsi quello più frequente ed al contempo il più pericoloso per la responsabilità degli stessi amministratori.

⁴⁹ In argomento di legge la Sentenza n. 3926 del 07 gennaio 2013 Sez. GIP del Tribunale di Milano ... “*se l'impresa non paga le tasse a causa di mancanza di liquidità ad essa non imputabile, non si può addebitare all'imputato il dolo del reato di omesso versamento delle imposte, per la cui sussistenza è necessario che il fatto sia preveduto e voluto dall'autore*”. In analogia si è espresso anche il Tribunale di Roma con la Sentenza n. 105/2014 del 7 gennaio 2014.

CAPITOLO 4 - IL “DECRETO MADIA” E L’ANALISI DEL RISCHIO DI DEFAULT NELLE PARTECIPATE PUBBLICHE

Premessa

In questo capitolo sarà affrontato il tema della crisi d’impresa nelle società a partecipazione pubblica, argomento tanto recente quanto dibattuto.

Proprio negli ultimi anni la disciplina nazionale delle partecipazioni societarie della Pubblica Amministrazione è stata oggetto di numerose riforme, di cui la più recente è iniziata a partire dal 2015 e si è conclusa solamente nel penultimo trimestre del 2017.

Al fine di fare chiarezza sulla vigente normativa, e conseguentemente analizzare i modelli di stima del rischio di default nelle partecipate pubbliche, è necessario ripercorrere preliminarmente da un punto di vista cronologico i passaggi fondamentali che, dallo schema di riforma, hanno portato all’attuale D.Lgs 19 agosto 2016, n. 175 ed alle relative innovazioni in materia.

4.1 La genesi del “Decreto Madia”

Nel 2015 il “*Governo Renzi*” ricevette la delega dal Parlamento per esercitare la funzione legislativa sull’ampio tema della riorganizzazione della Pubblica Amministrazione.

La legge delega 7 agosto 2015 n.124⁵⁰, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n.187 del 13 agosto del 2015, è entrata in vigore il 28 agosto dello stesso anno.

Essa evidenzia una serie di deleghe legislative che intervengono su molteplici temi d’interesse per gli Enti Locali come, ad esempio, la digitalizzazione della Pubblica Amministrazione, l’implementazione di strumenti di semplificazione dei procedimenti amministrativi, la disciplina del lavoro pubblico e la modifica al Testo unico sulla Trasparenza.

Tuttavia, ciò che realmente interessa per questo elaborato è l’articolo 18 della “*Legge Madia*” sul riordino della disciplina delle partecipazioni societarie delle Amministrazioni Pubbliche.

Il quadro normativo delle partecipate pubbliche, infatti, è stato a lungo oggetto di riforme che, con l’obiettivo di razionalizzare il settore, hanno finito per frammentarne la disciplina, creando non poche ambiguità.

Il precipuo fine del suddetto articolo 18 è proprio quello di “assicurare la chiarezza della disciplina, la semplificazione normativa e la tutela e promozione della concorrenza”.

⁵⁰ La legge 7 n. 124 agosto 2015, è anche conosciuta come “*Legge Madia*”, dal nome del ministro per la Semplificazione e l’Amministrazione Pubblica Maria Anna Madia.

In attuazione alla Legge Madia, e una volta conclusosi l'iter di approvazione parlamentare della nuova disciplina sulle partecipate pubbliche, il 23 settembre 2016 è entrato in vigore il D.Lgs 19 agosto 2016, n.175 recante il testo unico in materia di società a partecipazione pubblica. Questo decreto attuativo presenta disposizioni innovative ed è composto da 28 articoli che possono essere classificati in cinque tipologie d'intervento riguardanti⁵¹:

1. L'oggetto e l'ambito di applicazione del testo unico (artt. da 1 a 3 e da 16 a 18);
2. Le condizioni ed i limiti alle partecipazioni pubbliche (artt. da 4 a 10);
3. Gli organi di amministrazione e controllo delle società a partecipazione pubblica (artt. da 11 a 15);
4. L'incentivazione dell'economicità e dell'efficienza mediante l'introduzione di procedure di razionalizzazione periodiche e straordinarie (artt. da 19 a 22; art. 24);
5. La salvaguardia per le regioni a statuto speciale e il coordinamento con la legislazione vigente (art. 23 e artt. da 25 a 28).

Il testo del decreto legislativo *ut supra* non è, tuttavia, quello ad oggi adottato poiché la Corte Costituzionale, con la sentenza 9-25 novembre 2016, n. 251, ha dichiarato l'incostituzionalità della legge delega 7 agosto 2015, n.124 (e conseguentemente dei decreti attuativi della stessa, tra cui rientra, appunto, il D.Lgs 175/2016) nelle disposizioni in cui era previsto il “mero parere” della Conferenza unificata (o della Conferenza Stato – Regioni, in base alla materia oggetto di delega), e non invece la “previa intesa” per alcuni decreti legislativi di attuazione⁵².

Al fine di sanare questo vizio procedimentale, e sentito il parere del Consiglio di Stato n. 83 del 2017, il Governo ha fatto ricorso allo strumento del decreto correttivo per richiedere l'intesa in sede di Conferenza Unificata, impegnandosi ad apportare alcune integrazioni e modifiche al testo originale.

Successivamente, è stato emanato dal consiglio dei ministri anche un intervento integrativo e correttivo del testo del D.Lgs n. 175/2016.

In ragione di ciò, acquisita l'intesa della conferenza unificata e i pareri del Consiglio di Stato e delle commissioni parlamentari, il decreto correttivo 16 giugno del 2017, n. 100 è entrato in vigore il 27 giugno 2017.

⁵¹ Atto del Governo, n. 404 – *Scheda di lettura*

⁵² Si pensi al comma 4 dell'articolo 16 della legge delega 7 agosto 2015, n.124, nella parte in cui recita: “I decreti legislativi di cui al comma 1 sono adottati su proposta del Ministro delegato per la semplificazione e la pubblica amministrazione, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze e con i Ministri interessati, **previa acquisizione del parere** della Conferenza unificata di cui all'articolo 8 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281, e del parere del Consiglio di Stato, che sono resi nel termine di quarantacinque giorni dalla data di trasmissione di ciascuno schema di decreto legislativo, decorso il quale il Governo può comunque procedere”.

4.2 Approfondimenti e differenze tra il decreto attuativo 19 agosto 2016, n. 175 ed il relativo decreto correttivo 16 giugno 2017, n. 100

Il D.Lgs 19 agosto 2016, n.175, di seguito “*Decreto Madia*”, ha modificato radicalmente la precedente disciplina in materia di partecipazioni societarie delle Pubbliche Amministrazioni con l’obiettivo di fornire un quadro normativo unitario e di promuovere i principi di economicità ed efficienza, tipici delle imprese private, anche a quelle realtà aziendali in cui il confine tra pubblico e privato è oggettivamente labile.

Tra i vari temi disciplinati in materia, uno di quelli più innovati, ed allo stesso tempo dibattuti, è sicuramente quello della crisi delle aziende a partecipazione pubblica, ovvero quelle società in cui sia prominente, se non totalitaria, la presenza di uno o più soci appartenenti alla sfera pubblica.

Come afferma l’articolo 3, comma 1 del Decreto Madia, rimasto immutato nella sua versione originaria, “Le amministrazioni pubbliche possono partecipare esclusivamente a società, anche consortili, costituite in forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata, anche in forma cooperativa”.

Da questa disposizione, ed in combinazione con quanto contenuto nell’articolo 1, comma 3 che recita “Per tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel codice civile e le norme generali di diritto privato”, appare evidente l’intento di fornire un quadro normativo unico in cui prevale la generale disciplina di diritto societario, promuovendo i principi di economicità quali strumenti per razionalizzare e ridurre la spesa pubblica.

Le maggiori novità in tema di crisi aziendale, tuttavia, sono contenute nell’articolo 14 del *Decreto Madia*, ed in combinazione a questo, nell’articolo 6, recante disposizioni in materia di principi fondamentali sull’organizzazione e sulla gestione delle società a controllo pubblico, e nell’articolo 12 sulla responsabilità degli enti partecipanti e dei componenti degli organi delle società partecipate.

L’articolo 14 del *Decreto Madia* è composto da 6 commi, il cui testo originale, appunto, è stato modificato tramite il D.Lgs 9 giugno 2017, n. 100.

In particolare, il comma 5, facendo riferimento a società partecipate in perdita per almeno tre esercizi consecutivi, vieta alle Amministrazioni Pubbliche di sottoscrivere aumenti di capitale, e non più “effettuare” come nel testo originale.

Tramite questa significativa modifica, il decreto sancisce il divieto di ricapitalizzazione delle società partecipate da parte delle Amministrazioni Pubbliche, rafforzando la volontà di

implementare i principi di efficienza all'interno di questa disciplina ed eliminando, di conseguenza, quelle operazioni di risanamento delle perdite fondate sulla preventiva riduzione del capitale sociale e la successiva ricostituzione dello stesso tramite la sottoscrizione da parte delle Amministrazioni Pubbliche socie, senza che poi venisse effettivamente versato nella casse della partecipata pubblica il relativo importo.

Il decreto correttivo permette, così, di eliminare, o quanto meno ridurre, quelle situazioni ambigue in cui la superficie è differente dalla sostanza, infatti, seguendo il testo originario dell'articolo 14, una società sistematicamente in perdita sarebbe potuta risultare essere tornata ad una condizione economica stabile ed allo stesso tempo priva di adeguate risorse finanziarie.

Rinviando agli approfondimenti in materia di responsabilità degli amministratori, esposti al capitolo 3 circa i riflessi normativi dell'articolo 12 del Decreto Madia, è utile analizzare congiuntamente gli articoli 6 e 14, i quali risultano formalmente e sostanzialmente collegati; infatti, l'articolo 6 fornisce una serie di strumenti e procedure che devono essere utilizzati nella generale organizzazione e gestione delle partecipate pubbliche, mentre l'articolo 14 si focalizza sulla particolare *governance* delle medesime società nel momento in cui entrano in crisi.

È possibile, così, delineare uno schema logico ben definito. Tramite l'articolo 6, il legislatore intende fornire delle linee guida di gestione volte al continuo monitoraggio dello stato di salute delle partecipate pubbliche ed alla preventiva individuazione di quei segnali di decadimento e di squilibrio, di cui si è discusso nei capitoli 1 e 2, che, se sottovalutati, potrebbero causare un futuro stato d'insolvenza.

Viceversa, tramite l'articolo 14, il legislatore offre un vasto insieme di strumenti per gestire la crisi, con l'obiettivo primario correggerne gli effetti ed eliminarne le cause, oppure, quantomeno, con l'intento di evitarne il continuo aggravamento.

Quanto appena esposto si può ricavare dalle seguenti disposizioni⁵³:

- **Comma 2, art. 6:** *“Le società a controllo pubblico predispongono **specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale** e ne informano l'assemblea nell'ambito della relazione di cui al comma 4”.*
- **Comma 4, art. 6:** *“Gli strumenti eventualmente adottati ai sensi del comma 3 sono indicati nella **relazione sul governo societario** che le società controllate predispongono annualmente, a chiusura dell'esercizio sociale e pubblicano contestualmente al bilancio d'esercizio”.*

⁵³ I testi di riferimento sono quelli stabiliti in applicazione delle modifiche intervenute con il D.Lgs 19 giugno 2017, n. 100.

- **Comma 1, art. 14:** *“Le società a partecipazione pubblica sono soggette alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo, nonché, ove ne ricorrano i presupposti, a quelle in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi di cui al decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, e al decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito, con modificazioni, dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39”.*
- **Comma 2, art. 14:** *“Qualora emergano, nell'ambito dei programmi di valutazione del rischio di cui all'articolo 6, comma 2, uno o più indicatori di crisi aziendale, l'organo amministrativo della società a controllo pubblico adotta senza indugio i provvedimenti necessari al fine di prevenire l'aggravamento della crisi, di correggerne gli effetti ed eliminarne le cause, attraverso un idoneo piano di risanamento”.*

Ad oggi non esistono ancora delle particolari disposizioni di legge sulla creazione ed il contenuto di specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale, in quanto in nessuna norma è possibile individuare degli schemi di riferimento per la stesura e l'elaborazione dei suddetti piani (cosa che avviene, ad esempio, per il bilancio d'esercizio).

Tralasciando opinioni soggettive sull'adeguatezza o meno di questa “mancanza” del legislatore, è chiaro che il professionista dovrà affidarsi alla dottrina aziendale per lo sviluppo di modelli, processi e standard tesi alla valutazione del rischio di crisi aziendale.

In questo contesto multidisciplinare, si comprende meglio la dimensione del campo di azione in cui opera l'organo amministrativo e gli strumenti di monitoraggio che la dottrina mette a disposizione.

Nel capitolo 2 è già stata presentata l'analisi di bilancio per indici, che, logicamente, deve essere parte integrante dei programmi di valutazione del rischio di default, ma che, inevitabilmente, non può essere sufficiente⁵⁴; è necessario fare ricorso anche a modelli di monitoraggio.

Tra questi il modello della “Z di Altman”, che utilizza schemi statistici d'indagine, ed a seguire alcuni spunti di riflessione sull'importanza del concetto di “merito creditizio” nella valutazione della crisi aziendale.

In questo modo è possibile ottenere sia informazioni aggiuntive ai dati di bilancio, sia una visione globale della realtà aziendale interessata.

⁵⁴ Nel capitolo 2 sono stati presentati i pregi ed i difetti dell'analisi di bilancio per indici ed è emerso come sia fondamentale riuscire ad utilizzarla con prudenza ed attenzione. Gli indici di bilancio devono essere studiati in modo integrato al fine di evitare una “lettura” superficiale dei valori individuati.

4.3 Il modello “Z – Score” di Altman

I differenti metodi di rilevazione di un possibile stato di crisi, descritti nel capitolo 2, possono essere suddivisi in tre categorie:

- i metodi fondati sull'intuizione
- i metodi basati sui modelli
- i metodi basati sugli indici di bilancio

In questo paragrafo l'attenzione sarà posta sul modello “Z – Score” di Altman.

Questo modello venne sviluppato da Edward I. Altman nel 1968⁵⁵ e rappresenta un valido strumento diagnostico della crisi aziendale.

L'economista inglese analizzò i dati di bilancio di 66 aziende manifatturiere americane quotate, ripartite in 33 società ritenute solide e 33 società che erano fallite. Dai dati raccolti, Altman creò l'indice “Z – Score”, ossia un valore ponderato ottenuto dall'analisi statistica discriminante lineare di variabili ritenute esplicative per l'identificazione di società sane ed insolventi.

Tale indice, una volta raggiunto un particolare valore, determina una soglia limite, detta anche “zona di discriminazione”, che permette d'individuare se un'impresa è in crisi o se mostra segnali di stabilità economico – finanziaria.

All'inizio del suo lavoro Altman analizzò 22 variabili esplicative differenti, ottenute dall'analisi di bilancio, ma solamente 5 vennero poi effettivamente scelte poiché ritenute le variabili fondamentali per discriminare la salute di un'azienda.

Esse rappresentano degli indici di bilancio per l'analisi della liquidità, della capacità di autofinanziamento, della redditività, della struttura finanziaria e della competitività.

Si evince facilmente come la principale novità apportata da questo modello sia l'utilizzo combinato di tecniche statistiche con tecniche di analisi di bilancio.

Approfondendo quanto appena esposto, è possibile capire come viene operativamente calcolato lo “Z – Score”.

In generale, questo indice rappresenta il risultato di un'equazione lineare del tipo:

$$Y = \alpha X_1 + \beta X_2 + \dots + \theta X_n$$

in cui

$\alpha, \beta, \dots, \theta$ rappresentano i coefficienti di regressione, i quali attribuiscono l'incidenza sul modello alla variabile cui sono associati,

⁵⁵ E.I. Altman (1968), “Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of Corporate Bankruptcy”, The Journal of Finance, XXIII, no. 4, (Sep. 1968), pp. 589-609

$X_1, X_2, \dots, X_n$ rappresentano le variabili indipendenti discriminanti che permettono di classificare l'azienda, oggetto di valutazione, all'interno di uno dei due gruppi considerati (imprese sane e imprese in crisi).

Nel caso particolare, invece, la formula può subire alcune modifiche in base alla tipologia di società analizzata⁵⁶.

Nel caso di una **società quotata in borsa**, l'equazione utilizzata per la stima dello “Z – Score” è la seguente:

$$Z = 1,2 x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 0,999 x_5$$

in cui

$$X_1 = \text{Capitale Circolante Netto/Totale attività}$$

$$X_2 = \text{Utili non distribuiti/Totale attività}$$

$$X_3 = \text{EBIT/Totale attività}$$

$$X_4 = \text{Valore di mercato delle azioni ordinarie/Valore contabile delle passività totali}$$

$$X_5 = \text{Ricavi/Totale attività}$$

La prima variabile discriminante esprime il valore delle attività maggiormente liquide rispetto al totale delle attività dell'impresa. Sulla base dell'analisi svolta nel capitolo 2, questo indice misura la liquidità della società considerata.

Solitamente un'azienda in crisi rivela un valore basso per questo indicatore o, comunque, ne registra un ridimensionamento rispetto agli anni precedenti⁵⁷.

La seconda variabile fornisce un giudizio sulla capacità dell'azienda di reinvestire i propri utili poiché stima la percentuale di attività ottenute dalla mancata distribuzione degli utili generati nell'esercizio corrente o negli esercizi precedenti. Questo rappresenta, così, una buona approssimazione dell'autofinanziamento dell'azienda e, inoltre, permette d'ipotizzarne genericamente l'età. Sulla scorta dei dati empirici, appare evidente come le start-up dimostrino una probabilità di default maggiore rispetto alle aziende che da anni sono presenti sul mercato; ciò si spiega facilmente anche dal fatto che difficilmente una azienda neo-costituita possa

⁵⁶ M.Vulpiani (2014), “*Special Cases of Business Valuation*”, 1st Edition, McGraw Hill (Capitolo 5)

⁵⁷ Affidarsi comunque a questo indice è rischioso, poiché per un'azienda manifatturiera in crisi il valore del magazzino, incluso nel circolante netto, potrebbe aumentare nel breve termine a causa dell'incremento di valore e quantità degli stock di prodotti finiti in giacenza che, probabilmente, non riescono ad essere venduti. Si veda MARIANI G., PALLOTTINI M., Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di Turnaround, Pisa University Press, 2012

autofinanziarsi tramite riserve di utili non distribuiti e quindi, mediamente, un'impresa di nuova generazione presenterà un valore dell'indice più basso rispetto alle *incumbents*.

La terza variabile, conosciuta anche come “ROA”, misura la redditività del capitale investito poiché fornisce informazioni su quanto hanno reso tutte le attività possedute dall'azienda o, più precisamente, la capacità della stessa di creare valore tramite gli *assets* detenuti.

La quarta variabile discriminante rappresenta un indicatore della struttura finanziaria dell'impresa poiché esprime il rapporto tra il patrimonio netto valutato a valori di mercato e il totale delle passività, a breve e a medio-lungo periodo, valutate a valori contabili.

Infine, la quinta variabile rappresenta il tasso di rotazione del capitale investito, ovvero il numero di volte in cui il capitale investito ritorna in forma liquida per effetto dei ricavi di vendita ed esprime, quindi, quanti Euro (o altra valuta) di ricavi sono stati prodotti per ogni Euro di capitale investito nella società. Questo indice rappresenta una buona approssimazione della capacità dei *managers* di lavorare all'interno di ambienti competitivi.

In base al valore che viene poi effettivamente assunto dalla variabile standard Z, è possibile individuare 3 zone di discriminazione:

1. Se la Z assumesse un valore maggiore od uguale a 2.99, allora la società apparterrebbe alla “zona sicura”. In altre parole, l'impresa oggetto di valutazione presenterebbe buoni livelli di equilibrio economico-finanziario e, di conseguenza, una elevata probabilità di solvibilità.
2. Se la Z assumesse un valore inferiore a 1.88, l'impresa ricadrebbe all'interno della “zona di soccorso” e presenterebbe una elevata probabilità di fallimento. Un valore così basso dell'indice Z rivela, infatti, una scarsa redditività (si veda la variabile X_3 che presenta la maggiore incidenza sul risultato finale) oppure un'inefficiente gestione del capitale circolante (si veda la variabile X_1) e, quindi, un'instabilità finanziaria.
3. Se la Z assumesse, al contrario, un valore compreso tra 1.88 e 2.99, allora la società verrebbe classificata all'interno della “zona grigia”. Le imprese appartenenti a questa classe di valori sono di difficile valutazione, poiché potrebbero presentare una condizione economica instabile e allo stesso tempo una condizione finanziaria salda (o viceversa). In queste situazioni, diventano fondamentali i metodi basati sugli indici di bilancio e, soprattutto, i metodi basati sull'intuizione, i quali permettono di valutare quelle variabili che non possono essere sintetizzate nei report aziendali come, ad esempio, il settore di appartenenza, i trend del mercato/consumatori e l'introduzione di nuove norme in tema di concorrenza e di sicurezza.

Qualora l'impresa analizzata fosse una **società privata manifatturiera**, la formula da utilizzare per il calcolo della “Z – Score” sarebbe la seguente:

$$Z' = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5$$

in cui

X_1 = Capitale Circolante Netto/Totale attività

X_2 = Utili non distribuiti/Totale attività

X_3 = EBIT/Totale attività

X_4 = Valore contabile delle azioni ordinarie/Valore contabile delle passività totali

X_5 = Ricavi/Totale attività

Rispetto alla prima formulazione del modello, quello che cambia, oltre ai differenti pesi dei coefficienti di regressione, è la variabile indipendente X_4 .

Nel caso delle aziende quotate, questo fattore rappresenta il rapporto tra il valore di mercato delle azioni ordinarie ed il valore contabile delle passività totali, mentre nel caso delle aziende private rappresenta il rapporto tra il valore contabile delle azioni ordinarie ed il valore contabile delle passività totali.

Come si intuisce facilmente, la prima formulazione del modello risulta priva di significato per le imprese non quotate poiché, non esistendo dei dati ufficiali sul prezzo delle azioni, risulterebbe faticoso stimarne correttamente il valore di mercato.

Sulla base di queste modifiche, variano conseguentemente anche i valori di soglia delle “zone di discriminazione”.

In particolare:

1. Se la Z' assumesse un valore maggiore od uguale a 2.90, l'impresa ricadrebbe all'interno della “zona sicura”. Si tenga presente che le logiche descritte nella prima formulazione continuano a valere anche in questa seconda variante del modello e, quindi, la società, appartenente a questa zona di discriminazione, mostrerebbe ottimi livelli di equilibrio aziendale.
2. Se la Z' assumesse un valore minore a 1.23, allora l'impresa apparterrebbe alla “zona di soccorso” e, con elevata probabilità, sarebbe già in corso il processo degenerativo che porta all'insolubilità.
3. Se la Z' assumesse un valore compreso tra 1.23 e 2.90, l'azienda risulterebbe difficile da valutare senza un'indagine più approfondita della totalità dei sistemi con cui questa deve interfacciarsi e, di conseguenza, apparterrebbe alla “zona grigia”.

Un'ultima configurazione della formula della “Z – Score” può essere individuata quando si intende analizzare una **società non quotata nei mercati finanziari e non manifatturiera**.

In questa circostanza, l'equazione di primo grado da utilizzare è la seguente:

$$Z'' = 6,56 x_1 + 3,26 x_2 + 6,72 x_3 + 1,05 x_4$$

in cui

$$X_1 = \text{Capitale Circolante Netto/Totale attività}$$

$$X_2 = \text{Utili non distribuiti/Totale attività}$$

$$X_3 = \text{EBIT/Totale attività}$$

$$X_4 = \text{Valore contabile delle azioni ordinarie/Valore contabile delle passività totali}$$

La variazione più significativa, rispetto alle formulazioni precedenti, si registra nell'eliminazione della quinta variabile discriminante.

Come è già stato analizzato, la variabile X_5 rappresenta il tasso di rotazione del capitale investito, ossia il rapporto tra Ricavi e Totale Attività.

Questo significa che, a parità di risorse investite, l'azienda che presenta livelli più elevati di fatturato possiede un tasso di rotazione del capitale investito maggiore.

Il fatturato, logicamente, è funzione dei prezzi di vendita e dei volumi di vendita, variabili fortemente dipendenti dal settore merceologico in cui deve competere l'azienda di riferimento.

Appare allora evidente la scelta dell'economista americano di eliminare tale discriminante; l'obiettivo è quello di depurare la funzione dalla possibile distorsione dovuta dalle caratteristiche dei settori merceologici di riferimento (cosiddetto *Industry-effect*).

In base alle modifiche apportate a questa formulazione del modello, le “zone di discriminazione” variano come segue:

1. Se la Z'' dovesse assumere un valore maggiore od uguale a 2.60, l'impresa apparterrebbe alla “zona sicura” e risulterebbe strutturalmente sana.
2. Se la Z'' dovesse assumere un valore inferiore a 1.1, l'impresa ricadrebbe all'interno della “zona di soccorso” e, quindi, risulterebbe destinata al fallimento, senza un tempestivo ed integrale intervento di ristrutturazione economico-finanziaria.
3. Se la Z'' dovesse assumere un valore compreso tra 1.1 e 2.60, l'azienda necessiterebbe di una gestione prudente e, per poterla aggregare ad uno dei due gruppi esaminati, occorrerebbero ulteriori indagini ed informazioni.

Nonostante le modifiche apportate alla formulazione originale del 1968, il modello dello “Z – Score” rappresenta tutt’oggi uno strumento di fondamentale utilità e supporto ai professionisti chiamati a valutare un’azienda⁵⁸ e agli amministratori delle società a partecipazione pubblica per l’adempimento dei loro obblighi giuridici.

Il principale pregio di questo modello risiede nella sua facilità d’impiego e di comprensione, infatti, è sufficiente raccogliere correttamente i dati di bilancio e risolvere una semplice equazione lineare per ottenere una stima accurata dello stato di salute della società (il campione originale venne analizzato con un grado di accuratezza del 95%).

Un secondo merito che deve essere riconosciuto al modello di Altman è sicuramente la sua capacità di sintetizzare in un unico valore tutte quelle dinamiche e quelle variabili che concorrono alla degenerazione dello stato di crisi aziendale. Avere un unico parametro per definire o meno uno stato di crisi, permette ai professionisti di delineare dei *benchmarks* e dei *trends* atti a confrontare differenti realtà aziendali sia nel tempo che nello spazio (il raffronto, infatti, può riguardare sia bilanci diversi di una stessa società, sia bilanci di aziende eterogenee).

Il modello appena proposto, tuttavia, non è stato esente da critiche, le quali ne hanno evidenziato i limiti.

Tra le maggiori critiche è possibile trovare quella proposta da Craig G. Johnson nel 1970⁵⁹.

Le osservazioni proposte non erano tanto rivolte alle tecniche statistiche utilizzate da Altman, quanto, e soprattutto, all’utilizzo degli indici di bilancio come variabili discriminanti della funzione lineare.

Secondo Johnson, infatti, utilizzare gli indici di bilancio, che forniscono *ex-post* dati consuntivi di operazioni già avvenute, per una previsione *ex-ante* dell’insolvenza potrebbe portare ad errori rilevanti e, di conseguenza, il modello di Altman perderebbe la qualità di strumento predittivo della salute aziendale, limitandosi a segnalare gli effetti di gestioni passate.

Lo stesso Altman replicò alle critiche proposte nell’articolo pubblicato da Johnson, spiegando che il suo modello non era di tipo probabilistico, ma comparativo. In altre parole, l’obiettivo del modello non è individuare esattamente il valore della probabilità che ha un’azienda di fallire, ma è quello di analizzare il passato per comprendere ed anticipare il futuro.

Come afferma Alberici⁶⁰ “effettuando un certo numero di osservazioni, è possibile individuare delle relazioni tra circostanze che hanno accompagnato o preceduto la manifestazione del

⁵⁸ Ne sono un esempio il *credit manager* per l’assegnazione di un *rating* ai propri clienti, i fornitori che intendono valutare la solvibilità di un consumatore, il revisore legale dei conti chiamato a valutare la continuità aziendale a seguito di interventi di risanamento.

⁵⁹ Johnson C. G., *Ratio Analysis and the prediction of firm failure*, in “Journal of finance”, 1970, pag. 1166 – 1168

fenomeno ed il fenomeno stesso. L'identificazione nel passato delle relazioni consente allora di ipotizzare che, dato un certo tipo di comportamento in alcune variabili esaminate, derivi più o meno necessariamente una particolare situazione aziendale" (come l'insolvenza).

A conclusione di questo paragrafo, tramite il modello dello "*Z – score*" è possibile raffigurare e classificare il complesso fenomeno d'impresa attraverso un semplice parametro capace di predire una situazione di squilibrio economico-finanziario.

4.4 Il merito creditizio e l'importanza dell'analisi "andamentale" per il controllo del rischio di default dell'impresa

Con l'introduzione degli accordi di "Basilea 2" la determinazione di un *rating*, ossia un valore sintetico del rischio dell'impresa, da parte delle banche nei confronti dei propri clienti ha assunto un ruolo cruciale per la valutazione del merito creditizio.

Per "merito creditizio" si intende il giudizio di affidabilità che viene espresso dalla banca nei confronti dei propri clienti (debitori); e rappresenta il risultato di differenti analisi della rischiosità della clientela e si basa essenzialmente su due sistemi.

Il primo sistema è rappresentato dall'analisi quantitativa dei dati di bilancio, mentre il secondo si esplicita nella cosiddetta "analisi andamentale".

Tramite l'utilizzo congiunto di queste due tecniche, la banca è in grado di combinare le informazioni derivanti dal bilancio con quelle riguardanti gli aspetti finanziari e qualitativi del business, come, ad esempio, i mercati in cui si opera, il rischio operativo corso, il numero di operazioni effettuate in un determinato periodo, i giorni medi di ritardo nel pagamento delle rate dei finanziamenti a medio-lungo termine, il fido medio operativo e gli assegni insoluti.

Il risultato di queste analisi è, appunto, l'assegnazione di un punteggio e di una relativa probabilità d'insolvenza che, a loro volta, determinano l'appartenenza del cliente ad una classe di merito c.d. *rating*.

Come si può facilmente intuire, le logiche bancarie di economicità e massimizzazione del rendimento impongono agli istituti bancari di stabilire le condizioni del finanziamento in funzione della classe di *rating* cui appartiene il soggetto richiedente; più è elevato il *rating* di un cliente, maggiore sarà il relativo merito creditizio e minore risulterà essere il costo per l'approvvigionamento di denaro.

⁶⁰ Alberici, *Analisi dei bilanci e previsione delle insolvenze*, ISEDI Editore, 1975

In virtù di questi ragionamenti, l'impresa, a prescindere che sia privata o a partecipazione pubblica, non può non porsi il problema di monitorare il giudizio che il sistema bancario ha nei suoi confronti. Nelle realtà economiche accade, più spesso di quanto si possa pensare, che il giudizio dell'imprenditore sulla propria impresa discosti notevolmente da quello espresso dagli intermediari finanziari.

Ciò accade, oltre che per inevitabili motivi psicologici, a causa dei differenti fattori presi in considerazione nelle analisi sviluppate da ogni controparte. Risulta, infatti, evidente come le logiche imprenditoriali discostino da quelle bancarie.

L'organo amministrativo di una società, dunque, dovrebbe cercare di monitorare le variabili critiche per le banche nella determinazione delle condizioni di finanziamento.

Riuscire a mantenere un buon livello di *rating* è condizione necessaria affinché l'impresa possa fare affidamento su continue fonti di finanziamento⁶¹ e possa così minimizzare le tensioni finanziarie dovute alla mancanza di liquidità che potrebbero comprometterne la continuità aziendale⁶². Riuscire ad ottenere una buona valutazione bancaria è sicuramente uno strumento per l'organo amministrativo per controllare, monitorare e valutare il profilo di rischio di crisi della società che devono gestire. Infatti, qualora dovessero peggiorare i giudizi sull'impresa e di conseguenza, aumentasse il costo del denaro, i fisiologici squilibri economico-finanziari rischierebbero di sfociare in crisi irreversibili, poiché diventerebbe molto più difficile e, soprattutto costoso, implementare quei piani di risanamento che inevitabilmente necessitano di nuove fonti di finanziamento.

Nella redazione dei piani di valutazione del rischio di crisi aziendale, introdotti dal “*Decreto Madia*”, l'organo amministrativo dovrebbe allora porre l'attenzione anche sui sistemi di *rating* utilizzati dagli intermediari finanziari e monitorarne le variabili critiche.

Senza entrare nel dettaglio tecnico ed operativo delle analisi utilizzate dai sistemi bancari per la determinazione del *rating*, è sufficiente presentare l'analisi “andamentale” nelle sue caratteristiche essenziali con l'obiettivo di evidenziare quelle variabili che non possono non essere considerate dagli amministratori.

L'analisi “andamentale” raccoglie, studia e registra i dati sul comportamento che l'impresa tiene nei confronti del sistema bancario. Gli istituti finanziari utilizzano questa tecnica d'indagine con l'obiettivo di riconoscere, fin dai suoi primi segnali, l'eventuale peggioramento del merito creditizio del soggetto analizzato.

⁶¹ Chiaramente senza eccedere nel ricorso al debito, poiché, tenendo in considerazione le logiche legate alla leva finanziaria, un eccessivo indebitamento potrebbe rappresentare una causa primaria del dissesto aziendale.

⁶² Tale situazione si può riscontrare, ad esempio, nel momento in cui l'impresa necessiti di porre in essere nuove operazioni strategiche volte al mantenimento della propria competitività sul mercato.

Questa tipologia d'indagine assume particolare rilevanza nei momenti successivi l'erogazione del finanziamento e, quindi, nella fase del monitoraggio della relazione con il cliente.

Come sarà specificato a breve, l'analisi "andamentale" si basa sostanzialmente sullo scambio di flussi informativi, aventi fonti differenti, che l'organo amministrativo dell'impresa cliente dovrà riuscire ad ottimizzare, con positive implicazioni sulla possibilità di un continuativo afflusso di credito ad un costo controllabile.

L'analisi "andamentale", in altre parole, pone le basi per stabilire uno *scoring* del cliente e, conseguentemente, porre in essere le azioni correttive che la banca deve adottare per massimizzare il proprio ritorno. In questo modo, gli istituti finanziari, e indirettamente le imprese, avranno a disposizione uno strumento aggiuntivo per riuscire ad anticipare le gravi situazioni d'insolvenza.

Le aziende, conoscendo le variabili dalle quali dipendono le informazioni raccolte sul proprio conto, avranno l'opportunità di adottare un determinato *set* di azioni per monitorare e mantenere gli indicatori "andamentali" all'interno delle classi di sicurezza bancaria.

L'analisi "andamentale", quindi, cerca di determinare:⁶³

- La percentuale di utilizzo dell'affidamento rispetto al totale accordato
- La coerenza e l'adeguatezza tra fidi, utilizzi ed operatività aziendale
- La tempistica media d'incasso e pagamento
- L'attitudine e la capacità dell'impresa a governare i propri flussi di tesoreria e, conseguentemente, a pianificare il proprio fabbisogno finanziario di periodo, ottimizzando gli utilizzi.

Queste informazioni vengono poi ponderate con altri fattori come il settore operativo caratteristico dell'impresa e gli andamenti quali-quantitativi del rapporto dell'impresa con la banca.

Gli istituti bancari utilizzano, inoltre, due tipologie di fonti informative⁶⁴

1. *Fonti informative interne*: rappresentano i dati che la singola banca possiede, grazie al rapporto storico e diretto con la clientela.
2. *Fonti informative esterne*: costituiscono l'insieme di dati sulla situazione creditizia delle imprese, rese disponibili da intermediari "esterni" alla banca, quali, tra i principali, sono

⁶³ Graziani C. – Di Angelantonio A., "L'analisi andamentale: il monitoraggio del rischio di credito", in *La valutazione del rischio di credito in Basilea 2: le linee guida per il commercialista*, UNGDCEC, 2008

⁶⁴ Graziani C. – Di Angelantonio A., *op. cit*

le Centrali Rischi. Esse forniscono continuamente dei *report* certificati sull'esposizione debitoria complessiva (posizione globale di rischio).

A conclusione di queste osservazioni, dunque, l'organo amministrativo dovrà porre l'attenzione sul processo di comunicazione finanziaria tra banca e impresa, al fine di creare una relazione trasparente ed efficace, poiché “una corretta determinazione del *rating* produrrà vantaggi al cliente sia in termini di qualità dei rapporti con il Sistema che di onerosità esplicita ed implicita del finanziamento; ma arrecherà indubbi vantaggi anche alle banche, che potranno gestire con maggiore efficacia la posizione di rischio del cliente”⁶⁵.

⁶⁵ *ibid*

CAPITOLO 5 - IL CASO DI ATAC S.P.A.

5.1 L'azienda e il relativo business

Le analisi e considerazioni esposte nei precedenti capitoli, al fine di “testarne” l’efficienza e l’efficacia, possono trovare applicazione su un caso pratico ed in particolare su una delle più rilevanti, sotto vari profili, realtà aziendali quali appunto ATAC S.P.A.

La scelta di ATAC S.P.A. sta nel fatto che essa è una società a partecipazione pubblica, interamente posseduta da Roma Capitale⁶⁶, che opera nel settore del trasporto pubblico locale (c.d. TPL) in quanto affidataria in-house del servizio pubblico di trasporto urbano, sub urbano per l’area metropolitana di Roma e Provincia di Viterbo.

Ad oggi la società ATAC S.P.A. è la più grande azienda del settore in Italia e tra le maggiori nel territorio dell’Unione Europea.

ATAC S.P.A. eroga differenti servizi, che possono essere distinti in base al contributo fornito al totale dei ricavi e, quindi, in funzione dell’attività caratteristica.

I servizi tipici sono rappresentati dal “trasporto di linea urbano di superficie e di metropolitana” e dal “trasporto urbano ed extraurbano sulle ferrovie regionali”.

L’azienda, inoltre, offre alcuni servizi a supporto della mobilità come la gestione di parcheggi su strada e in struttura, la vendita di titoli di viaggio e la direzione sia del trasporto scolastico, sia del trasporto dedicato alle persone con disabilità, che necessitano di spostarsi all’interno dell’area romana, ma che sono impossibilitati all’utilizzo dei comuni mezzi di trasporto.

Permette, infine, il noleggio di tram storici, opportunamente restaurati, con l’obiettivo di fornire luoghi alternativi per meeting, riunioni aziendali e cerimonie, nonché pranzi e cene⁶⁷.

In considerazione dei servizi offerti e, quindi, dell’ambito di operatività, l’azienda romana deve riuscire ad assicurare la continuità del servizio, perseguendo così l’interesse pubblico della mobilità sul territorio, e rispettare gli standard qualitativi e quantitativi richiesti dalla collettività.

In particolare, il servizio di trasporto deve necessariamente rispettare i vincoli di sostenibilità e fruibilità. Per sostenibilità deve intendersi il rispetto delle norme ambientali e di adeguati livelli

⁶⁶ Roma Capitale è l’ente territoriale comunale speciale dotato di autonomia che amministra il territorio comunale della città di Roma. Istituita il 3 Ottobre 2010, con l’entrata in vigore del D.Lgs. 156/2010, la città di Roma è stata dotata di maggiori competenze in virtù del suo ruolo di capitale d’Italia e di sede delle rappresentanze diplomatiche. La Legge 42/2009 all’art. 24 c.2 prevede: “*Roma Capitale è un ente territoriale, i cui attuali confini sono quelli del comune di Roma e dispone di speciale autonomia, statutaria, amministrativa e finanziaria nei limiti stabiliti dalla Costituzione...*”

⁶⁷ I servizi offerti sono elencati sulla cd. “Carta dei Servizi”, disponibile sul sito ufficiale: www.atac.roma.it

di sicurezza e comfort per i cittadini, mentre per fruibilità, si deve intendere lo sviluppo di un sistema di mezzi, strutture e prezzi che siano accessibili per l'intera comunità.

La portata e la natura del servizio di trasporto, in altre parole, pone ATAC S.P.A. di fronte a differenti rischi aziendali⁶⁸:

1. Il rischio di tasso d'interesse applicato dagli Istituti di Credito: l'azienda, infatti, deve necessariamente intrattenere dei continui rapporti finanziari con i principali Istituti di Credito italiani al fine di ottenere le risorse finanziarie necessarie allo svolgimento della propria attività. Il rischio di tasso d'interesse, pertanto, è collegato alle variazioni del tasso parametro Euribor, al quale sono indicizzati gli oneri finanziari passivi derivanti dal contratto di finanziamento con il *pool* di banche.
2. Il rischio di liquidità: come sarà analizzato in seguito, l'azienda romana vanta molti crediti verso il socio unico Roma Capitale e nei confronti della Regione Lazio, che, nonostante siano di rilevante importo, spesso non vengono incassati nei tempi accordati. In aggiunta a questo, la partecipata pubblica, da un lato, deve fronteggiare quotidianamente l'evasione tariffaria e, dall'altro, deve fronteggiare un sistema dei prezzi che, per chiare ragioni di servizio pubblico economicamente accessibile alla collettività, non può essere coerente con la massimizzazione del profitto. Tale situazione idiosincratica del *business*, quindi, porta l'impresa a dover fronteggiare il rischio di non rispettare nei tempi e negli importi le passività a breve termine (qui si capisce ancora di più la necessità di un rapporto ottimale con il sistema bancario).
3. Il rischio di credito: nei suoi bilanci, ATAC S.P.A. presenta rilevanti importi di crediti commerciali verso clienti e nei confronti degli Enti Pubblici di riferimento, tra cui emergono quelli verso Roma Capitale e sue controllate.
Comunemente, gli Enti Pubblici sono considerati soggetti solidi (sotto il profilo quantitativo ma non temporale), anche se negli ultimi anni sono stati registrati dei tagli sulle risorse finanziarie destinate al Trasporto Pubblico Locale. Alla luce di questo rischio si comprende come sia necessario un continuo monitoraggio da parte degli amministratori della società ai fini della determinazione di esigibilità dei crediti e contenere nei minimi termini le eventuali perdite su crediti.
4. Il rischio di prezzo delle commodities: anche in questo caso, la natura del *business* di ATAC S.P.A. comporta il dover far fronte a possibili fluttuazioni dei prezzi delle *cd. commodities*. In particolare, la partecipata pubblica deve monitorare e governare il costo

⁶⁸ Fonte: Relazione sulla Gestione al Bilancio d'esercizio al 31.12.2016

del carburante, per garantire il funzionamento degli autobus, ed il costo dell'energia elettrica per la trazione dei tram, dei filobus e delle metropolitane.

ATAC S.P.A, dunque, rappresenta una realtà aziendale che deve quotidianamente fronteggiare un *trade-off* particolarmente rilevante. Da un lato, infatti, deve svolgere un servizio pubblico per conto di Roma Capitale e nell'interesse della collettività, perseguendo le finalità di sostenibilità e fruibilità del servizio, e dall'altro riuscire ad operare secondo i principi privatistici di economicità ed efficienza. Come è stato affermato *ut supra*, l'azienda romana rappresenta un classico esempio di impresa *in-house providing* che assume la forma giuridica di società di capitali ed, in particolare, di Società Per Azioni.

Il fulcro intorno al quale orbita tutta la sua attività, in altre parole, è riuscire a bilanciare un'offerta che, in termini quantitativi e qualitativi, riesca a raggiungere tutti i cittadini della Regione Lazio, senza considerare le variabili critiche di un qualsiasi *business* come la scelta di un target ben definito da raggiungere, di un sistema di prezzi che riesca a massimizzare il proprio profitto e di continuare ad offrire il servizio oppure se optare per soluzioni alternative (l'azienda, infatti, non può permettersi di bloccare il servizio di trasporto poiché andrebbe contro gli obblighi assunti dal contratto stipulato con Roma Capitale e rischierebbe di mettere in crisi la quotidianità dei cittadini romani e, conseguentemente, far collassare il sistema sociale pubblico).

Negli ultimi anni, infatti, si è sentito molto parlare dei problemi economici riguardanti ATAC S.P.A., ma, adesso, è fondamentale capire se l'azienda stia realmente attraversando una crisi patologica, oppure se stia attraversando un periodo fisiologico di squilibri economico-finanziari.

Nei prossimi paragrafi saranno, così, applicati al caso della società partecipata le logiche ed i modelli presentati nei paragrafi precedenti, al fine di esprimere un giudizio sul suo stato di salute.

5.2 Analisi tecnica al bilancio

Di seguito saranno presentate le analisi di bilancio per indici e sarà calcolato lo “Z-score” di Altman. Per riuscire ad applicare tali metodologie di calcolo, è stato necessario utilizzare gli schemi di bilancio riclassificati attuali e di anni precedenti. In particolare, si è deciso di utilizzare gli schemi degli anni 2016, 2015, 2014 e 2013 al fine di mostrare non solo dati

consolidati di fine esercizio, ma anche rivelare quei *benchmarks* e quei *trends* che permettano sia di validare l'analisi stessa, sia di esprimere giudizi e paragoni nel tempo e nello spazio.

Di seguito sono riportati i Conti Economici Riclassificati e gli Stati Patrimoniali Finanziari

CONTO ECONOMICO (Senza gestione straordinaria)		
	2016	2015
Ricavi delle vendite	827.375.773,00 €	812.629.480,00 €
Altri ricavi e proventi	104.652.458,00 €	128.378.873,00 €
Valore della produzione operativa	932.028.231,00 €	941.008.353,00 €
Costi esterni operativi	310.557.963,00 €	342.857.282,00 €
Valore aggiunto	621.470.268,00 €	598.151.071,00 €
Costi del personale	538.820.709,00 €	536.848.369,00 €
Margine operativo lordo (EBITDA)	82.649.559,00 €	61.302.702,00 €
Ammortamenti e accantonamenti	284.511.751,00 €	126.829.751,00 €
Risultato operativo	201.862.192,00 €	65.527.049,00 €
Proventi/(oneri finanziari)	15.834.972,00 €	11.802.439,00 €
Risultato prima delle imposte	217.697.164,00 €	77.329.488,00 €
Imposte sul reddito	4.986.956,00 €	1.864.895,00 €
Risultato d'esercizio	212.710.208,00 €	79.194.383,00 €

Fonte: ATAC SPA - Bilancio di esercizio 2016 e 2015

CONTO ECONOMICO (Con gestione straordinaria)		
	2014	2013
Ricavi delle vendite	860.445.201,00 €	850.898.343,00 €
Altri ricavi e proventi	153.713.497,00 €	92.110.702,00 €
Valore della produzione operativa	1.014.158.698,00 €	943.009.045,00 €
Costi esterni operativi	358.389.444,00 €	411.673.997,00 €
Valore aggiunto	655.769.254,00 €	531.335.048,00 €
Costi del personale	537.553.539,00 €	545.395.102,00 €
Margine operativo lordo (EBITDA)	118.215.715,00 €	14.060.053,00 €
Ammortamenti e accantonamenti	228.101.258,00 €	164.742.851,00 €
Risultato operativo	109.885.543,00 €	178.802.904,00 €
Proventi/(oneri finanziari)	13.839.466,00 €	26.790.279,00 €
risultato prima delle partite straordinarie e delle imposte	123.725.009,00 €	205.593.183,00 €
gestione straordinaria	3.836.335,00 €	3.660.273,00 €
risultato prima delle imposte	119.888.675,00 €	201.932.910,00 €
imposte d'esercizio	21.486.587,00 €	17.122.282,00 €
risultato d'esercizio	141.375.261,00 €	219.055.192,00 €

Fonte: ATAC SPA - Bilancio di esercizio 2014 e 2013

STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO				
ATTIVO	2016	2015	2014	2013
Attivo Fisso	1.006.357.129,00 €	1.079.252.898,00 €	1.010.935.042,00 €	1.252.222.726,00 €
Immobilizzazioni immateriali	17.475.251,00 €	19.694.239,00 €	23.143.845,00 €	36.859.972,00 €
Immobilizzazioni materiali	961.215.038,00 €	1.022.997.010,00 €	944.288.517,00 €	707.478.505,00 €
Immobilizzazioni finanziarie	27.666.840,00 €	36.561.649,00 €	43.502.679,00 €	507.884.248,00 €
Attivo Circolante	549.788.786,00 €	742.785.200,00 €	929.934.279,00 €	974.165.436,00 €
Magazzino	159.306.617,00 €	160.084.735,00 €	168.985.468,00 €	84.132.314,00 €
Liquidità differite	376.407.033,00 €	567.231.638,00 €	752.838.253,00 €	877.664.773,00 €
Liquidità immediate	14.075.136,00 €	15.468.827,00 €	8.110.559,00 €	12.368.349,00 €
Capitale Investito	1.556.145.915,00 €	1.822.038.098,00 €	1.940.869.321,00 €	2.226.388.161,00 €

Fonte: ATAC SPA - Bilancio di esercizio 2016, 2015, 2014, 2013

PASSIVO	2016	2015	2014	2013
Mezzi Propri	- 50.455.387,00 €	162.254.822,00 €	58.223.509,00 €	191.571.341,00 €
Capitale Sociale	179.519.299,00 €	179.519.299,00 €	290.700.000,00 €	290.700.000,00 €
Riserve e utili	- 229.974.686,00 €	- 17.264.477,00 €	- 232.476.491,00 €	- 99.128.659,00 €
Passività consolidate	322.039.499,00 €	715.150.292,00 €	695.274.113,00 €	892.722.366,00 €
Passività correnti	1.284.561.803,00 €	944.632.984,00 €	1.187.371.699,00 €	1.142.094.454,00 €
Capitale di finanziamento	1.556.145.915,00 €	1.822.038.098,00 €	1.940.869.321,00 €	2.226.388.161,00 €

Fonte: ATAC SPA - Bilancio di esercizio 2016, 2015, 2014, 2013

5.2.1 L'analisi di liquidità

Riprendendo quanto già esposto in merito all'analisi di liquidità, in una situazione ottimale ATAC S.P.A. dovrebbe presentare un equilibrio economico-finanziaria che le permetta di fronteggiare negli importi e nelle scadenze le obbligazioni di breve periodo.

Per valutare la capacità dell'azienda romana di rimborsare le passività in scadenza nel breve periodo si analizzano i seguenti indici di bilancio:

	2016	2015	2014	2013
Quoziente di disponibilità	0,43	0,79	0,78	0,85

Fonte propria

Il quoziente di disponibilità, detto anche *Current ratio*, si calcola come rapporto tra l'attivo circolante e le passività correnti. Questo indicatore permette, così, di capire se l'impresa

possiede una quantità di risorse finanziarie a veloce recupero monetario in grado di fronteggiare le passività correnti. Come si evince dai dati riportati, l'azienda in tutti e quattro gli anni considerati mostra dei valori estremamente negativi. Prendendo a riferimento l'anno 2013, infatti, ATAC S.P.A. rivela un valore del quoziente di disponibilità pari a 0,85. Questo significa che l'azienda con il totale delle proprie attività circolanti riesce a ripagare solamente l'85% del totale delle passività correnti, obbligandola, di conseguenza, a dismettere quelle attività a lento recupero monetario che, ovviamente, appartengono alla classe dell'attivo fisso.

Questa analisi di primo livello, mostra, così, una situazione finanziaria incerta. Almeno questo primo indice, infatti, dovrebbe presentare un valore quantomeno pari all'unità poiché significherebbe che l'azienda utilizza tutte le sue attività correnti per ripagare le relative passività di breve periodo (in situazioni "normali" di gestione, dovrebbero essere ulteriori analisi più approfondite a rivelare potenziali squilibri economico-finanziari come l'analisi della durata del ciclo del capitale circolante). Nel caso della società romana, invece, si registra immediatamente la mancanza, da un punto di vista quantitativo, d'idonee risorse. Mentre nell'anno 2013, il valore del quoziente di disponibilità, seppur negativo, rimane all'interno di un *range* tollerabile (infatti, assume un valore prossimo all'unità), negli anni successivi del 2014, 2015 e, soprattutto, del 2016 la situazione peggiora drasticamente, giungendo al minimo valore di 0,43, ossia il totale dell'attivo circolante dell'azienda permette di ripagare solamente il 43% delle passività correnti totali.

Da un punto di vista contabile, valori così bassi del quoziente di disponibilità sono collegati ad un eccessivo indebitamento di breve periodo, infatti, nello Stato Patrimoniale Finanziario del 2016 le passività correnti sono pari a circa 1,2 miliardi di Euro, mentre l'attivo circolante misura approssimativamente 550 milioni di Euro.

L'analisi della liquidità potrebbe fermarsi già a questo primo livello, poiché i successivi indici presentati nel capitolo 2, come i quozienti primario e secondario di tesoreria e il quoziente di dipendenza del magazzino, mostrano valori che sono una diretta conseguenza dell'eccessivo indebitamento di breve periodo.

Si ricordi, infatti, che il Quoziente primario di tesoreria è dato dal rapporto tra la liquidità totale (immediata + differita) e le passività correnti; il quoziente secondario di tesoreria si calcola come il rapporto tra la liquidità immediata e le passività correnti ed, infine, il quoziente di dipendenza del magazzino è dato dal rapporto tra il deficit di tesoreria (passività correnti – liquidità totali) e il valore del magazzino.

A titolo informativo di seguito si riportano i valori assunti da questi indici:

	2016	2015	2014	2013
Quoziente primario tesoreria	0,30	0,62	0,64	0,78
Quoziente secondario di tesoreria	0,01	0,02	0,01	0,01
Quoziente di dipendenza del magazzino	5,61	2,26	2,52	3,00

Fonte propria

In ragione dei valori assunti dagli indici proposti, l'azienda risulta estremamente indebitata nel breve periodo e questo crea sicuramente uno squilibrio finanziario, ma non può essere sufficiente per "certificare" uno stato di crisi. In via teorica, senza ulteriori indagini, gli amministratori potrebbero riportare l'impresa in una situazione di equilibrio che le permetta la continuità aziendale dismettendo, ad esempio, alcuni *assets* non strategici oppure accendendo un finanziamento di lungo periodo per diminuire la pressione debitoria sul breve termine.

Nel momento in cui questi esempi strategici possano essere implementati, è logico che non si potrebbe accertare la crisi per ATAC S.P.A., ma semplicemente si potrebbe rilevare uno squilibrio fisiologico.

5.2.2 L'analisi di solidità

Tramite l'analisi di liquidità di ATAC S.P.A., si è rilevato uno squilibrio finanziario di breve periodo che certifica l'azienda a partecipazione pubblica come una realtà aziendale con rilevanti problemi di liquidità. Questo, come è stato spiegato, non implica necessariamente una crisi aziendale poiché questa rappresenta la "*sistematica incapacità dei flussi di cassa reddituali attuali e prospettici di fronteggiare l'adempimento delle obbligazioni assunte e pianificate tramite il normale andamento gestionale*"⁶⁹. ATAC S.P.A., infatti, negli ultimi quattro anni risulta essere una società "illiquidita", ma, come è stato affermato nel paragrafo 5.1, questa potrebbe essere una condizione strettamente legata alla tipologia di attività svolta e, di conseguenza, tollerabile.

⁶⁹ Quagli, 2016, *op. cit.*

Per comprendere al meglio lo stato di salute della società oggetto di valutazione, si deve procedere anche con l'analisi di solidità:

	2016	2015	2014	2013
Quoziente primario di struttura	-0,05	0,15	0,06	0,15

Fonte propria

Il quoziente primario di struttura, conosciuto anche come quoziente di auto-copertura dell'attivo fisso, rappresenta il rapporto tra i Mezzi Propri e l'Attivo Fisso.

Permette, infatti, di quantificare la percentuale di attivo fisso che viene finanziata tramite i mezzi propri dell'azienda.

Nel 2013 l'indice assume un valore pari a 0,15 e questo simboleggia una situazione in cui i mezzi propri riescono a finanziare solamente il 15% degli investimenti in attività a lento recupero monetario. In linea teorica, questo indice non dovrebbe assumere valori particolarmente elevati (un valore orientativo potrebbe essere 0,8), poiché esprimerebbe un'eccessiva solidità, con effetti collaterali dannosi sulla redditività aziendale, ma sicuramente un valore pari a 0,15 non può essere tollerato dall'impresa nell'ottica della continuità aziendale. Nel 2016, addirittura, questo indice assume un valore negativo pari a circa -0,05. Suddetto valore è il risultato del depauperamento causato dalle perdite d'esercizio sul Patrimonio Netto, che al 31.12.2016 risulta circa pari a -50 milioni di Euro (in questo caso gli amministratori hanno senza indugio convocato l'assemblea ai sensi del 2447 c.c. per deliberare la riduzione del Capitale Sociale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al minimo legale).

	2016	2015	2014	2013
Quoziente secondario di struttura	0,27	0,81	0,75	0,87

Fonte propria

Un secondo indice che deve essere analizzato è il quoziente secondario di struttura, dato dal rapporto tra il totale delle fonti di finanziamento durevoli (Mezzi propri + Passività Consolidate) e l'Attivo Fisso.

I valori registrati per ATAC S.P.A. negli ultimi quattro anni sono sempre inferiori all'unità e, quindi, è possibile affermare che l'azienda romana si trovi in una situazione d'insufficienza di

fonti durevoli e, conseguentemente, di tensione finanziaria di breve termine (come si era già rilevato con l'analisi di liquidità).

In aggiunta a questo, è doveroso specificare che gli indici *ut supra* sono anche influenzati positivamente dall'elevato grado di ammortamento delle immobilizzazioni tecniche, dato dal rapporto tra il fondo di ammortamento e il valore lordo delle immobilizzazioni tecniche (con esclusione delle voci "terreni e fabbricati" e "acconti a fornitori di immobilizzazioni tecniche).

Come si è già avuto modo di analizzare, i quozienti di struttura pongono al denominatore l'attivo fisso formato dalla somma delle immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie possedute dall'azienda. Un grado di ammortamento elevato implica una riduzione del valore delle attività e, conseguentemente, un aumento di valore dei quozienti di struttura primario e secondario:

	2016	2015	2014	2013
Grado di ammortamento	0,62	0,60	0,61	0,59

Fonte propria

Questi indicatori rivelano una situazione finanziaria di ATAC S.P.A molto incerta. In tutti e quattro gli anni considerati, il valore del grado di ammortamento è pressoché costante e si assesta su valori decisamente elevati. In particolare, questi valori indicano che il processo di recupero monetario delle immobilizzazioni tecniche è vicino al termine e, quindi, nei prossimi anni l'azienda dovrà necessariamente investire nuove risorse finanziarie per acquistare delle moderne attività, aumentando, così, il suo fabbisogno finanziario di breve periodo.

Per concludere l'analisi di solidità, è necessario presentare due ulteriori indici, che rappresentano uno il reciproco dell'altro.

Questi fattori sono l'indice di dipendenza finanziaria e l'indice di autonomia finanziaria:

	2016	2015	2014	2013
Indice di autonomia finanziaria	-0,03	0,09	0,03	0,09
Indice di dipendenza finanziaria	1,03	0,91	0,97	0,91

Fonte propria

L'indice di autonomia finanziaria viene calcolato come rapporto tra Mezzi Propri e Capitale Investito, mentre il suo reciproco è rappresentato dal rapporto tra Passività Totali (passività consolidate + passività correnti) e Capitale Investito.

Si evince chiaramente come ATAC S.P.A abbia un'autonomia finanziaria nulla e, conseguentemente una dipendenza finanziaria praticamente totale. Questi valori indicano un autofinanziamento inesistente ed un capitale investito quasi totalmente finanziato con risorse appartenenti a soggetti terzi. In altre parole, l'azienda a partecipazione pubblica è soggetta a numerosi vincoli esterni che ne limitano, inevitabilmente, l'autonomia decisionale ed operativa (già ridotta a causa dello svolgimento della propria attività per conto di Roma Capitale e nell'interesse della comunità di riferimento).

5.2.3 Osservazioni Aggiuntive

Dall'analisi di liquidità e da quella di solidità si evince come ATAC S.P.A negli ultimi quattro anni abbia riscontrato consistenti problemi economico-finanziari, i quali hanno portato l'impresa a partecipazione pubblica in un profondo stato di crisi. ATAC S.P.A, infatti, mostra seri problemi sia di liquidità, che di solidità e, quindi, risulta quasi azzerata la sua capacità di onorare nei tempi e negli importi le obbligazioni assunte. L'eccessivo indebitamento di breve periodo, la totale assenza di autofinanziamento, l'insufficienza di fonti durevoli, il quasi totale finanziamento del capitale investito tramite risorse finanziarie di terzi e la registrazione di perdite economiche d'importo rilevante⁷⁰, sono tutti indicatori di una profonda crisi aziendale che rischia di compromettere inevitabilmente la sopravvivenza della società.

Anzi, cercando di delineare dei *trends* dagli indici di bilancio degli esercizi precedenti, si può facilmente vedere come i valori passati, già negativi, abbiano registrato un ulteriore declino che ha condotto l'azienda a fine 2016 a toccare i minimi storici con una perdita economica pari a circa 200 milioni di Euro, un Patrimonio Netto negativo, un indebitamento a breve termine pari a 1,2 miliardi di Euro, un indebitamento a lungo termine pari a 320 milioni di Euro (per un indebitamento complessivo di circa 1,5 miliardi di Euro), un grado di ammortamento delle immobilizzazioni tecniche che ha abbondantemente superato il 50% ed una rilevante svalutazione dei crediti vantati nei confronti di Roma Capitale.

In queste condizioni, la continuità nella fornitura del servizio di trasporto pubblico è, purtroppo, quasi impossibile e la crisi aziendale è ormai in uno stato avanzato del processo degenerativo.

⁷⁰ ATAC S.P.A registra delle perdite economiche dal 2003 come risulta dai Bilanci d'esercizio pubblicati sul sito web www.atac.roma.it

A conferma di quanto appena esposto, è utile presentare anche il calcolo dello “Z – score” di Altman, che permette di esprimere un giudizio sullo stato di salute dell’impresa interessata.

Prima di procedere con la presentazione dei valori è necessario spiegare la metodologia di calcolo utilizzata.

Essendo ATAC S.P.A. un’impresa non manifatturiera, il cui *core business* si esplicita nella fornitura di un servizio, si è deciso di utilizzare la terza formulazione del modello di Altman che permette, appunto, di stimare il rischio di fallimento di una società non manifatturiera, grazie all’eliminazione del tasso di rotazione del capitale investito dall’equazione lineare.

Di seguito si mostrano i valori registrati dallo “Z – score”:

$Z'' = 6,56 x_1 + 3,26 x_2 + 6,72 x_3 + 1,05 x_4$
X_1 = Capitale Circolante Netto/Totale attività
X_2 = Utili non distribuiti/Totale attività
X_3 = EBIT/Totale attività
X_4 = Valore contabile delle azioni ordinarie/Valore contabile delle passività totali

Fonte propria

	2016	2015	2014	2013
X_1	-0,47	-0,11	-0,13	-0,08
X_2	0,00	0,00	0,00	0,00
X_3	-0,13	-0,04	-0,06	-0,08
X_4	-0,03	0,10	0,03	0,09
Z''	-4,00	-0,87	-1,22	-0,94

Fonte propria

Per questa particolare formulazione, i valori discriminanti che permettono di classificare un’impresa come in salute od in crisi, sono 2.60 e 1.1 (per valori superiori a 2.60 l’impresa è sana, mentre per valori inferiori a 1.1 l’azienda è in crisi).

Come si evince facilmente dal grafico proposto, i valori assunti dallo “Z – score” sono ampiamente inferiori a 1.1 ed, in particolare, registrano valori negativi.

Cercando d'interpretare questi indicatori, si può dedurre come l'azienda fosse in uno stato patologico di crisi già nel 2013 e, quindi, i fattori scatenanti sarebbero da ricercare in anni ancora passati.

Ad oggi, l'impresa a partecipazione pubblica si trova al centro di quel circolo vizioso di decadimento difficile da controllare e quasi impossibile da invertire.

I risultati del 2016, infatti, rappresentano i peggiori registrati nell'ultimo decennio e, sicuramente, sono il frutto di inerzie e decisioni passate inadeguate rispetto alla portata degli squilibri economico-finanziari.

Giunti a questo livello di decadimento, cercare in anni ancora più lontani le possibili cause scatenanti risulterebbe essere un impegno vano poiché una loro ipotetica individuazione, e la conseguente implementazione delle strategie di eliminazione delle stesse, non porterebbero alcuno beneficio di risanamento aziendale.

ATAC S.P.A, purtroppo, è giunta al punto di rottura.

5.3 La decisione strategica del nuovo CdA

L'attuale situazione di ATAC S.P.A. è il frutto delle decisioni assunte dalla *governance* aziendale che non sono state capaci di fermare, o d'individuare tempestivamente, il declino nel quale l'azienda è precipitata.

I risultati economici, finanziari e patrimoniali conseguiti nel corso degli anni ha palesemente prodotto un quadro aziendale generale che difficilmente può garantire una continuità nella fornitura del servizio pubblico ed, in particolare, a rispettare i vincoli di sostenibilità e fruibilità di cui in premessa. Immaginare il fallimento della società potrebbe apparire la soluzione più "semplice", ma, ragionando in termini di benessere collettivo, non è la scelta ottimale in quanto avrebbe un impatto paralizzante nell'ambito della mobilità delle persone e della sicurezza pubblica, oltre che nell'ambito economico (locale e nazionale) per la perdita di migliaia di posti di lavoro (diretti e legati all'indotto).

Sulla base di queste considerazioni, è necessario mostrare un'ultima analisi dei bilanci d'esercizio della società a partecipazione pubblica.

Prendendo a riferimento il Conto Economico riclassificato del 2013, si registra un Margine Operativo Lordo negativo. Questo dimostra un'inequivocabile squilibrio economico a livello strutturale, poiché i costi monetari collegati all'attività tipica risultano maggiori delle relative entrate. L'impresa, dunque, risulta incapace di generare un qualsiasi flusso monetario e lo

svolgimento della propria attività tipica implica un assorbimento di risorse economico-finanziarie.

Tuttavia, negli anni successivi (2014, 2015 e 2016) l'azienda romana ha registrato dei valori positivi del MOL, frutto sicuramente degli interventi *ad hoc* posti in essere dall'organo amministrativo al fine di migliorare la *performance* aziendale.

Nei Conti Economici riclassificati, infatti, si evince una netta diminuzione dei costi esterni (questi passano da circa 412 milioni di Euro nel 2013 a quasi 311 milioni di Euro nel 2016), mentre il valore della produzione ed i costi del personale rimangono praticamente costanti.

In questi ultimi tre anni, quindi, l'azienda romana, nonostante le difficoltà economiche, finanziarie e patrimoniali descritte in precedenza, ha dimostrato di svolgere la propria attività caratteristica secondo criteri di efficienza ed economicità, i quali la rendono capace di produrre un potenziale flusso di cassa positivo.

Questo fatto, per quanto si analizzerà a breve, ha un'importanza particolarmente rilevante ai fini della continuità aziendale poiché rivela la potenzialità economica di ATAC S.P.A.

Approfondendo quanto esposto, è interessante calcolare un ultimo indicatore che rapporta il Cash flow operativo con il Margine Operativo Lordo.

Questo indice permette di capire quanto flusso di cassa potenziale, rappresentato appunto dal MOL, si traduce in un flusso di cassa effettivo per effetto della gestione caratteristica.

Di seguito si presenta il prospetto di Rendiconto Finanziario per il 2016, limitatamente alla parte della gestione reddituale⁷¹:

A. Flussi finanziari derivanti dalla gestione reddituale	2016	2015
Utile (perdita) dell'esercizio	(212.710.208)	(79.194.384)
Imposte del reddito	(4.986.956)	1.864.895
Interessi passivi	18.613.306	15.141.534
(Interessi attivi)	(2.778.334)	(3.339.095)
1. Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	(201.862.193)	(65.527.050)
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto</i>		
Accantonamenti ai fondi	69.999.014	19.869.529
Ammortamenti delle immobilizzazioni	86.829.161	93.157.230
Svalutazioni per perdite durevoli di valore	1.474.377	6.335.710
Altre rettifiche per elementi non monetari	(25.345.079)	(1.847.386)
2. Flusso finanziario prima delle variazioni del ccn	(68.904.720)	51.988.033
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>		
Decremento/(incremento) delle rimanenze	778.118	(224.131)
Decremento/(incremento) dei crediti vs clienti	46.674.099	47.502.638
Incremento/(decremento) dei debiti verso fornitori (acconti+fornitori)	6.424.085	(148.538.789)
Decremento/(incremento) ratei e risconti attivi	(100.110)	895.842
Incremento/(decremento) ratei e risconti passivi	(12.352.436)	(4.322.043)
Altre variazioni del capitale circolante netto	75.635.336	122.892.866
3. Flusso finanziario dopo le variazioni del ccn	48.154.372	70.194.415
<i>Altre rettifiche</i>		
Interessi incassati/(pagati)	(13.038.012)	(10.588.700)
(Imposte sul reddito pagate)	-	(1.492.791)
Utilizzo dei fondi	(17.240.190)	(22.655.637)
Flusso finanziario della gestione reddituale (A)	17.876.170	35.457.286

Dal rapporto tra il “Flusso finanziario dopo le variazioni del Capitale Circolante Netto” (pari ad Euro 48.154.372) e il “Margine Operativo Lordo” (pari ad Euro 82.649.550) si ottiene un risultato di circa 0,6 che, quindi, raggiunge un livello assolutamente accettabile per una qualsiasi azienda (si pensi che in una situazione ottimale, se non ideale, questo indice assumerebbe un valore pari a 1).

Questo valore, infatti, indica che circa il 60% della liquidità potenziale prodotta dall'impresa nello svolgimento della propria attività tipica si traduce in un flusso di cassa effettivo.

Il risultato appena analizzato rappresenta probabilmente l'unica nota positiva sull'andamento complessivo di ATAC S.P.A., ma ha sicuramente un peso rilevante.

L'azienda romana, infatti, risulta eccessivamente indebitata sul breve periodo, presenta un'insufficienza di fonti durevoli, mostra un'assoluta incapacità di autofinanziamento e non manifesta attualmente alcuna solvibilità, ma riesce a svolgere efficientemente la propria attività operativa, mostrando per tre esercizi consecutivi un Margine Operativo Lordo estremamente positivo ed una gestione efficace del capitale circolante netto (infatti, come si evince dal

⁷¹ Il prospetto è ripreso integralmente dal Bilancio d'esercizio al 31.12.2016, disponibile su www.atac.roma.it

rendiconto finanziario, le variazioni del “ccn” producono un afflusso di liquidità) che permette di ottenere un flusso di cassa operativo sicuramente positivo.

Si evince, inevitabilmente, che l’azienda romana con l’ausilio di un attento piano di risanamento, volto a migliorare le attuali condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali, potrebbe uscire dallo stato di crisi facendo leva sulla sua attuale capacità di generare flussi di cassa operativi.

È proprio in una situazione come quella appena descritta che si possono capire ancora più marcatamente le novità proposte dal “Decreto Madia”, cui si rinvia al Capitolo 4 del presente elaborato.

Come recita il **Comma 1, art. 14**: “*Le società a partecipazione pubblica sono soggette alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo, nonché, ove ne ricorrano i presupposti, a quelle in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi di cui al decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, e al decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito, con modificazioni, dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39*”.

In questo modo il Legislatore ha sancito l’ammissibilità al fallimento e, soprattutto, alle operazioni prefallimentari delle società a partecipazione pubblica.

In altre parole, tramite questa disposizione, ATAC S.P.A. ha la possibilità di risanare l’attuale crisi e, conseguentemente, tornare ad operare nell’ottica della continuità aziendale, partendo proprio da quell’unico dato positivo risultante dall’analisi di bilancio per attivare un’operazione prefallimentare.

Ovviamente, le dimensioni e la rilevante portata economica, politica e sociale dell’impresa romana comportano una complicata implementazione delle operazioni di risanamento aziendale. Ciò che rileva, dunque, non è tanto la certezza di un risanamento, ma l’esistenza di una possibilità di ripresa economica, seppur remota, per un’azienda prossima all’insolvenza.

A conclusione di quanto appena esposto, è necessario descrivere i recenti sviluppi che hanno riguardato, appunto, ATAC S.P.A.

In primo luogo, il 2 agosto 2017 sono entrati in carica il nuovo Consiglio di Amministrazione ed il nuovo Collegio Sindacale. Come in ogni cambiamento nell’organo amministrativo e in quello di controllo si possono nascondere eventuali insidie, ma anche molte opportunità. Chiaramente i due organi sociali sono entrati in carica nel momento di massimo decadimento dell’azienda, ma, tramite nuove ed idonee decisioni manageriali, ATAC S.P.A. potrebbe trarne un beneficio.

Il primo vero passo compiuto dagli attuali amministratori verso il risanamento della società a partecipazione pubblica è rappresentato dalla presentazione di domanda d'ammissione di ATAC S.P.A. al concordato preventivo in continuità⁷².

Quest'ultimo rappresenta una procedura concorsuale tramite la quale l'imprenditore, che si trova in uno stato di crisi, propone un accordo con i propri creditori al fine di proseguire la propria attività commerciale ed evitare, contestualmente, l'attivazione della procedura di fallimento.

Attraverso questa procedura concorsuale, l'imprenditore in crisi ha la possibilità di guadagnare il tempo necessario per riportare la propria situazione economica, finanziaria e patrimoniale su livelli d'equilibrio, senza dover necessariamente bloccare l'attività tipica.

Il concordato preventivo in continuità si esplicita, dunque, in una proposta del debitore ai propri creditori che troverà fonte finanziaria non tanto con i proventi della liquidazione del patrimonio (tipico del concordato preventivo tradizionale) quanto dal cash flow che il nuovo assetto aziendale è in grado di generare con il proseguimento dell'attività.

Tale accordo ha natura giudiziale, in quanto, una volta approvato dalla maggioranza (per importo) dei creditori chiamati a votare, si perfeziona solamente tramite l'omologazione da parte del Tribunale competente.

Senza entrare troppo nel dettaglio di questa fattispecie giuridica, bisogna precisare che la proposta concordataria risulta essere più vantaggiosa in quanto offre maggiore soddisfazione ai creditori sociali ed in tempi di pagamento più brevi rispetto al caso del fallimento.

In questo modo i creditori vengono incentivati a privilegiare la prosecuzione dell'attività del debitore (rappresenta, in altre parole, una strategia *win – win* in cui il debitore ha la possibilità di continuare a svolgere la propria attività e di onorare le proprie obbligazioni pregresse, alla data di presentazione del concordato, ed al contempo i creditori possono proseguire nel rapporto commerciale di fornitura) avendo altresì la possibilità di richiedere il fallimento, successivamente all'accoglimento ed omologazione della proposta, nel caso di inadempimento di quanto proposto.

Questa fattispecie giuridica, disciplinata dall'articolo 186–*bis* della Legge Fallimentare, si esplicita nelle seguenti fasi:

1. Deposito della domanda: l'imprenditore in crisi deve presentare la domanda d'ammissione al concordato preventivo direttamente al Tribunale competente. Tale domanda deve essere corredata da ulteriori documenti come, ad esempio, gli ultimi tre

⁷² Introdotta dalla L. 134/2012, che ha convertito con modifiche il Decreto Sviluppo D.L. 83/2012, con cui il legislatore ha modificato la legge fallimentare inserendo l'art. 186 bis "Concordato con continuità aziendale"

bilanci d'esercizio, una perizia che attesti il valore delle attività facenti capo all'azienda debitrice ed una attestazione redatta da professionista indipendente che asseveri la fattibilità della proposta.

2. Ammissione alla procedura: il Tribunale competente deve attestare la legittimità dell'istanza del debitore, ovverosia accertare la sussistenza dei requisiti e la regolarità della procedura richiesti dalla legge.
3. Approvazione dei creditori: una volta avvenuta l'ammissione da parte del Tribunale, ai sensi dell'articolo 168 della Legge Fallimentare, “[...] *i creditori per titolo o causa anteriore al decreto non possono, sotto pena di nullità, iniziare o proseguire azioni esecutive sul patrimonio del debitore. Le prescrizioni che sarebbero state interrotte dagli atti predetti rimangono sospese e le scadenze non si verificano. I creditori non possono acquistare diritti di prelazione con efficacia rispetto ai creditori concorrenti, salvo che vi sia autorizzazione del giudice nei casi previsti dall'articolo precedente.*”

In questo modo le situazione debitorie vengono congelate e diventa possibile formalizzare l'accordo, tramite la formazione di un'udienza a cui partecipano tutti i creditori per esprimere il proprio voto sul piano di concordato presentato.

In particolare, il concordato preventivo si considera approvato solamente nel caso in cui abbia raggiunto il voto favorevole della maggioranza (di importo) dei creditori ammessi al voto, cioè coloro che subiranno una riduzione del proprio credito, e, nel caso in cui gli stessi creditori vengano suddivisi in classi, si raggiunga anche la maggioranza delle classi.

4. Omologa della proposta di concordato: questa rappresenta l'ultima fase per l'implementazione effettiva del concordato preventivo. Una volta raggiunta l'approvazione da parte dei creditori, il Commissario Giudiziale (figura professionale nominata dal Tribunale al momento dell'apertura della procedura) redige la relazione conclusiva affinché esprima il proprio giudizio sulla procedura così da consentire al Tribunale competente di emettere il decreto di omologa, convalidando così la proposta tra debitore e tutti i propri creditori.

Tornando al caso di ATAC S.P.A., si è detto che il nuovo Consiglio di Amministrazione ha deciso immediatamente di ricorrere a questa procedura concorsuale. L'obiettivo di tale scelta appare evidente; infatti, così facendo, la società romana ha la possibilità di elaborare una proposta ai propri creditori così da scongiurare il fallimento della società e, cosa ancora più

rilevante, evitare di bloccare il servizio di trasporto pubblico, le cui ripercussioni sarebbero dannose per l'intera comunità.

Da analisti esterni, ovviamente, è attualmente impossibile conoscere le motivazioni e i presupposti su cui verrà costruito il piano per l'accordo con i debitori, ma sicuramente l'organo amministrativo avrà la possibilità di sfruttare l'efficienza economica dell'attività caratteristica di ATAC S.P.A. al fine di utilizzare i futuri flussi di cassa per rispettare, auspicabilmente, gli obblighi assunti con il ceto creditorio (relativamente a quanto sorto anteriormente alla data di ammissione della domanda di concordato) ed a far regolarmente fronte alle obbligazioni successive.

Ad oggi, la situazione è ancora particolarmente incerta, in quanto l'intero *iter* del concordato preventivo presentato da ATAC S.P.A. risulta ancora nella fase iniziale con il deposito della domanda "prenotativa" che, in data 27 settembre 2017, è stata accolta dal Tribunale di Roma sezione fallimenti nominando, per il caso, tre Commissari Giudiziali e concedendo il termine previsto dalla legge per la predisposizione del piano finanziario e la proposta di concordato.

La portata del caso, oltre che per effetti mediatici, è rilevante proprio per l'innovativa possibilità di accesso ad una procedura concorsuale da parte di una società interamente partecipata da un Ente Pubblico in conformità alle disposizioni ed agli obiettivi del Decreto Madia. Certamente la fase più critica sarà la redazione del piano finanziario da parte dell'*advisor* incaricato in quanto soltanto questi dati potranno essere "convincenti" per il ceto creditorio ai fini dell'accoglimento della proposta.

La redazione del piano dovrà inderogabilmente avere solide assunzioni aziendali, tener conto degli andamenti economici e patrimoniali della società utilizzando gli strumenti del controllo di gestione per come rappresentato in questo lavoro, così da ragionevolmente prevedere una continuità dell'azienda che consenta il rispetto della proposta ai creditori stessi.

Il caso ATAC SPA può essere considerato la pietra miliare del percorso di risanamento e di riequilibrio delle aziende a partecipazione pubblica proprio in perfetta linea con gli obiettivi del Decreto Madia, consentendo a queste società di individuare una soluzione che altrimenti avrebbe avuto l'unico effetto di drenare le risorse economiche dell'Ente Pubblico con tutto quello che ne consegue.

CONCLUSIONI

Sono, dunque, molte le osservazioni che si possono fare a conclusione di quest'analisi.

Innanzitutto, è necessario concepire la crisi d'impresa come un processo patologico e dinamico ben distinto dall'insolvenza e dagli squilibri fisiologici dell'attività.

Una possibile definizione che, a mio parere, è in grado di sintetizzarne gli elementi essenziali è quella fornita dal Quagli, secondo cui la crisi d'impresa rappresenta la *“sistematica incapacità dei flussi di cassa reddituali attuali e prospettici di fronteggiare l'adempimento delle obbligazioni assunte e pianificate tramite il normale andamento gestionale”* (Quagli, 2016).

Sulla base di queste considerazioni, è stato necessario approfondire lo sviluppo e l'utilizzo pratico delle tecniche, di matrice aziendale e statistica, tramite le quali è possibile gestire la crisi dell'impresa.

In particolare, sono state presentate le analisi di bilancio per indici, che permettono di formarsi un'opinione sulla liquidità e la solidità dell'azienda, l'analisi economica, la quale è in grado di fornire utili informazioni sulla capacità dell'azienda di svolgere in modo efficace ed efficiente la propria attività (dalla gestione caratteristica a quella tributaria), ed infine, l'analisi finanziaria, ossia lo studio della capacità dell'azienda di generare un flusso di cassa.

Una volta individuati gli strumenti tipici del controllo di gestione, che sono a disposizione dell'organo amministrativo per contrastare il patologico stato di salute di un'azienda in crisi, si è deciso di proporre alcuni spunti di riflessione sulla responsabilità degli amministratori.

L'organo amministrativo, infatti, non ha l'obbligo di gestire con successo la società e, al fine dello svolgimento dell'attività imprenditoriale, deve necessariamente sussistere l'insindacabilità delle scelte di gestione (altrimenti si rischierebbe di degenerare nella paralisi imprenditoriale).

Si è così giunti all'individuazione del momento generatore di responsabilità nella fase discrezionale, cioè nell'istante in cui l'amministratore, implementando la scelta fatta, non monitora con la diligenza richiesta i possibili effetti di tale decisione sull'intero *business*, arrecando così un danno per l'azienda.

Le osservazioni più significative, tuttavia, sono da fare in relazione al “Decreto Madia” e alla sua applicabilità al caso di ATAC S.P.A., la società romana che sta attraversando un pericoloso periodo di crisi.

Con le novità apportate dal recente Decreto Legislativo, le società a partecipazione pubblica devono perseguire i principi privatistici di economicità ed efficienza e, conseguentemente, vengono assoggettate alla disciplina sul fallimento e sul concordato preventivo.

Il Decreto Madia fornisce così delle linee guida per il governo delle società a partecipazione pubblica al fine d'individuare tempestivamente possibili crisi aziendali, oppure risanare quelle realtà aziendali in cui la crisi si è ormai manifestata.

Quest'ultima fattispecie, infatti, trova la sua massima espressione con il caso di ATAC S.P.A., la quale, come si è dimostrato nel capitolo 5, ha la possibilità di uscire dall'attuale stato di crisi mediante l'utilizzo congiunto del concordato preventivo in continuità e degli strumenti relativi al controllo di gestione, come l'analisi di bilancio per indici, l'analisi economica e l'analisi finanziaria che hanno permesso d'individuare i punti di forza dell'azienda romana dai quali è necessario ripartire.

In virtù dei temi trattati nel presente elaborato, dunque, è possibile mettere in evidenza l'importanza del controllo di gestione per il governo di un'azienda sia durante il fisiologico andamento economico-finanziario, sia, soprattutto, nel momento di crisi aziendale.

BIBLIOGRAFIA

Amaduzzi, A. (1967). *1: L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*. Torino: UTET.

Brugger (1984). *"gli interventi professionali nelle situazioni di crisi d'impresa"*.

Caramiello, C. (1993). *Indici di bilancio*. Milano: Giuffrè.

Dutton, J. (1986). THE PROCESSING OF CRISIS AND NON-CRISIS STRATEGIC ISSUES. *Journal of Management Studies*, 23(5).

Dutton, J. and Jackson, S. (1987). Categorizing Strategic Issues: Links to Organizational Action. *The Academy of Management Review*, 12(1).

Giacosa, E. (2016). *Il fenomeno della crisi aziendale: un modello di percezione del fenomeno della crisi aziendale nel sistema impresa*.

Giannessi, E. (1960). *Le aziende di produzione originaria*. Pisa: Corsi.

Guatri, L. (1986). *Crisi e risanamento delle imprese*. Milano: A. Giuffrè.

Guatri, L. (1995). *Turnaround*. Milano: EGEA.

Passeri, R. (2009). *Finanza straordinaria per la crisi d'impresa*. Milano: Angeli.

Pearson, C. and Clair, J. (1988). *Reframing crisis management*. [Emmitsburg, MD]: [National Emergency Training Center].

Pencarelli (2013). *Crisi d'impresa: diagnosi, previsioni e procedure di risanamento*.

Quagli, A. (2016). *il concetto di crisi d'impresa come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*. [Blog] *Crisi d'impresa e Fallimento*. Available at: <http://blog.ilcaso.it/libreriaFile/863.pdf> [Accessed 1 Jul. 2017].

Quagli, A. and Danovi, A. (2015). *Gestire la crisi d'impresa*. Milanofiori, Assago: Wolters Kluwer.

Slatter (1984). *Corporate Recovery a guide to Turnaround Management*.

Zappa, G. (1956). *le produzioni dell'economia dell'impresa*.

Relatrice Elisabetta Codazzi (2017) “*Le nuove società in house: controllo cd analogo e assetti organizzativi tra specialità della disciplina e proporzionalità delle deroghe*.” – Roma 17-18 febbraio 2017 - Atti del VIII Convegno Annuale dell'Associazione Italiana Professori Universitari di Diritto Commerciale

Alberici, A. (1975). *Analisi dei bilanci e previsione delle insolvenze*. Milano: Isedi.

Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), pp.589-609.

Bonelli, F. (2004). *Gli amministratori di Spa dopo la riforma delle società*. Giuffré Editore.

Commissione UE (2005). *Raccomandazione della Commissione UE sul ruolo degli amministratori non esecutivi*.

Di Lazzaro, F. and Musco, G. (2015). *Analisi aziendale*. Torino: G. Giappichelli Editore.

Graziani, C. and DI ANGELANTONIO, A. (2008). L'analisi andamentale: il monitoraggio del rischio di credito. *La valutazione del rischio di credito in Basilea 2: le linee guida per il commercialista, UNGDCEC*.

Johnson, C. (1970). Ratio Analysis and the prediction of firm failure. *Journal of finance*, pp.1166 – 1168.

Mariani, G. and Pallottini, M. (2012). *Dalla crisi alla creazione di valore: Il processo di Turnaround*. Pisa: Pisa University Press.

Norme di comportamento del collegio sindacale. (2015). *CNDCEC*, p.44 e segg.

Vulpiani, M. (2014). *Special cases of business valuation*. 1st ed. Milano: McGraw Hill Education, p.Capitolo 5.

SITOGRAFIA

www.atac.roma.it

RINGRAZIAMENTI

Giunti alla conclusione del presente elaborato, desidero ringraziare tutte le persone che mi hanno aiutato e supportato nella stesura.

Ringrazio anzitutto il Professore Fabrizio Di Lazzaro, relatore della tesi, che mi ha seguito dalla fase iniziale dell'ideazione fino a quella conclusiva della stesura vera e propria, ed il correlatore Professore Fabio Fortuna.

Proseguo ringraziando i miei genitori, senza di loro tutto questo non sarebbe stato possibile. Il loro supporto, il loro incoraggiamento, la loro guida sapiente e, soprattutto, la loro capacità di capire le mie esigenze, mi hanno permesso di inseguire i miei sogni, di vivere la vita che volevo per me e, per questo, gliene sarò eternamente riconoscente.

Un ringraziamento particolare va ai miei nonni e a tutti i miei parenti. Ho avuto la fortuna di conoscerli fin da bambino e con loro sono cresciuto. I valori e gli insegnamenti che mi hanno trasmesso sono dei punti cardini sia nella mia vita privata che in quella accademica e lavorativa.

Ringrazio con tutto il cuore anche la mia fidanzata, Eleonora, che ha sempre creduto in me e con la quale ho condiviso ogni momento. Ha reso indimenticabili tutti i risultati positivi e meno "amari" quelli negativi. La sua forza di volontà e la sua ambizione sono, e saranno sempre, grande fonte d'ispirazione.

Proseguo con i miei colleghi e, soprattutto, amici Marco, Federico e Lorenzo. Ci siamo conosciuti per "dovere" all'inizio di questa Laurea Magistrale, ma adesso che siamo alla conclusione del nostro percorso accademico continueremo a frequentarci per "piacere".

Durante questi anni abbiamo avuto modo di conoscerci e, affrontando insieme le difficoltà, ci siamo fatti forza l'un l'altro.

Un altro importante ringraziamento va ai miei coinquilini Andrea, Riccardo ed Andrea. In questi anni a Roma sono stati la mia seconda famiglia, mi hanno accolto con grande affetto e mi hanno fatto passare delle giornate indimenticabili.

Vorrei, infine, ringraziare i miei amici di “vecchia data” Edoardo, Andrea e Matteo. Ognuno di noi ha la sua strada da percorrere, ma il momento giusto per rivederci, per studiare, e per divertirci insieme lo troveremo sempre.

RIASSUNTO

Qualsiasi tipologia d’azienda, a prescindere che sia pubblica o privata, di produzione o di consumo, *profit o no-profit*, ha un unico ed imprescindibile obiettivo: conseguire un “*equilibrio economico a valere nel tempo*”.

In particolare affinché possa sopravvivere nel tempo, l’azienda deve perseguire necessariamente una condizione di economicità ed efficienza sia nel breve, che nel lungo termine, raggiungendo contestualmente, così come sarà analizzato nel primo capitolo, un equilibrio patrimoniale, economico e finanziario.

È proprio all’interno di tale contesto che si sviluppa l’analisi del presente elaborato, poiché, nel momento in cui in una realtà aziendale viene meno l’equilibrio economico a valere nel tempo, e di conseguenza non è più possibile svolgere l’attività economica secondo il principio della continuità aziendale, si manifesta lo stato della crisi aziendale.

Nel mio elaborato, infatti, ho deciso di studiare il fenomeno della crisi dell’impresa tramite l’utilizzo d’idonei strumenti forniti sia dalla dottrina aziendale, sia dalle scienze matematico-statistiche.

L’obiettivo cardine è, dunque, quello di mostrare come il controllo di gestione abbia una fondamentale rilevanza sia nelle fasi antecedenti la crisi aziendale che in quelle successive.

Tramite l’analisi per indici di bilancio, l’analisi economica, quella finanziaria e il cosiddetto “*Z – score*” di Altman, è infatti possibile individuare i segnali “premonitori” di un prossimo stato di crisi aziendale e al contempo, qualora si stia analizzando una realtà in cui la crisi si è già manifestata, individuare i punti di forza dell’impresa al fine di adottare le strategie atte al risanamento di un consueto stato di salute.

Nei prossimi capitoli cercherò, quindi, di fornire una spiegazione teorica ed analitica dei vari strumenti aziendali e statistici, per poi utilizzarli in applicazione di un caso pratico.

In particolare, sulla base delle recenti novità fornite dal “Decreto Madia” in tema di partecipazioni societarie delle Amministrazioni Pubbliche, si è deciso di analizzare il complesso caso aziendale di ATAC S.P.A., la società controllata al cento per cento dal Comune di Roma ed affidataria *in-house* del servizio di trasporto pubblico per Roma Capitale, che purtroppo attualmente sta attraversando una profonda crisi di risultati.

In questo modo ho voluto enfatizzare la portata degli strumenti del controllo di gestione per individuare quei punti di forza dell’azienda sulla base dei quali innescare il processo d’inversione della crisi aziendale.

Cercando in tutto l’elaborato di evidenziare la relazione tra il concetto teorico e la relativa implementazione operativa, ho seguito la seguente struttura:

CAPITOLO 1

L’ordinamento giuridico italiano non ha mai fornito una definizione puntuale di “crisi d’impresa”. Questo fatto ha creato molte difficoltà sia nell’identificazione del fenomeno, sia nella pratica professionale, dove gli esperti sono incaricati di stabilire il momento esatto in cui si verifica la crisi dell’impresa.

Per riuscire a sviluppare una corretta analisi dello stato di salute di un’impresa, obiettivo principale del seguente elaborato, è necessario definire lo stato di crisi.

In questa prospettiva, il Quagli enfatizza l’importanza di creare una definizione di crisi che sia “operativa”, ovvero capace di aiutare i professionisti nello svolgimento delle loro attività di consulenza.

Tale definizione dovrebbe possedere due caratteristiche fondamentali:

- Deve essere *puntuale*, ovvero temporalmente identificabile, tenuto conto di un determinato livello di errore (come sarà analizzato successivamente, la crisi potrebbe essere latente e difficilmente riscontrabile);
- Deve essere *verificabile*, vale a dire identificabile anche da soggetti interni ed esterni all’impresa che siano diversi dall’imprenditore.

Adottando quello che il Quagli definisce “*Approccio interno-previsionale*”, si può individuare lo stato di crisi sulla base delle informazioni fornite dai piani economico-finanziari interni all’impresa.

Così facendo, è possibile definire la crisi d'impresa come la “sistematica incapacità dei flussi di cassa reddituali attuali e prospettici di fronteggiare l'adempimento delle obbligazioni assunte e pianificate tramite il normale andamento gestionale”.

Il fenomeno *ut supra* spesso viene confuso con quello dell'insolvenza, ma le due condizioni aziendali devono essere necessariamente tenute separate.

L'articolo 5 della legge fallimentare sviluppa una chiara definizione del concetto di “insolvenza”; esso recita: “L'imprenditore che si trova in stato d'insolvenza è dichiarato fallito.

Lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrano che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”.

In particolare, si deduce facilmente che lo stato di crisi rappresenti il presupposto per l'attivazione degli istituti prefallimentari, mentre lo stato d'insolvenza attivi la procedura del fallimento. Sovrapporre, dunque, i due fenomeni implicherebbe anche far combaciare e, quindi rendere vane, le leggi sul fallimento e gli istituti prefallimentari, i quali esistono proprio allo scopo di sviluppare una *strategia di win-win* per tutti i soggetti coinvolti, evitando l'aggressione patrimoniale da parte dei creditori insoddisfatti.

Un'ulteriore prova, a conferma della necessità di tenere separati i fenomeni *ut supra*, è fornita dal fatto che l'insolvenza rappresenta una fotografia, una condizione economica oggettivamente individuabile che si mostra ex-post come effetto di un altro evento che l'ha generato (il debitore, sistematicamente, non è più in grado di soddisfare le proprie obbligazioni).

La crisi, al contrario, si delinea come un processo dinamico che scaturisce da altri fattori e che, solo nel momento in cui inizia a degenerare, potrebbe portare allo stato d'insolvenza. In altre parole deve essere concepita come una probabilità di futura insolvenza.

Acquisita la definizione di crisi, il passo successivo è quello di fornirne una chiara distinzione rispetto al fenomeno delle disfunzioni che si manifestano durante lo svolgimento della normale gestione aziendale.

L'impresa rappresenta un sistema di forze, costituite dalle risorse umane, materiali, immateriali e finanziarie, in cui la loro coordinazione deve essere tale da garantire un permanente equilibrio del sistema stesso, cosicché questo possa assolvere alla sua funzione economica.

Essa, quindi, esiste nel momento in cui mantiene uno stato di equilibrio generale, il quale dipende a sua volta da tre equilibri particolari.

Quest'ultimi sono rappresentati dall'equilibrio patrimoniale, economico e finanziario.

Il concetto di “equilibrio permanente” non deve, comunque, essere interpretato in senso restrittivo.

Nella vita di un’impresa, infatti, è frequente che si alternino periodi di sviluppo a periodi di flessione, e viceversa.

I momenti di contrazione sono caratterizzati da condizioni disfunzionali interne al sistema aziendale, che non implicano necessariamente uno stato di crisi.

In altri termini, le disfunzioni determinano l’alterazione delle modalità di interazione tra i sottosistemi, che costituiscono l’impresa, e l’indebolimento delle condizioni di esistenza del sistema nel suo insieme.

A causa del dinamismo del sistema ambientale e dei sottosistemi aziendali, è utopistico pensare che l’impresa sia costantemente in equilibrio, pertanto il determinarsi delle disfunzioni è un fenomeno che fa parte dell’andamento fisiologico della gestione dell’impresa.

La crisi d’impresa, invece, è un fenomeno di carattere patologico. Essa scaturisce da un processo degenerativo delle disfunzioni, al quale l’impresa non ha saputo far fronte in modo efficace e tempestivo. Proprio nell’incapacità dell’impresa di reagire in modo adeguato allo sviluppo del processo di deterioramento del sistema dei rapporti di coerenza risiede il “nucleo della patologia insita nelle crisi aziendali”.

I periodi di flessione, tuttavia, non devono essere sottovalutati e l’individuazione dei loro sintomi è fondamentale al fine di evitare lo sviluppo di reazioni a catena che sfocerebbero, inevitabilmente, nella crisi dell’impresa.

Nella letteratura aziendale, alcuni autori utilizzano anche il termine di “declino” per descrivere il processo di deterioramento che può sfociare in uno stato di crisi.

Da un punto di vista sostanziale non esiste una differenza tra lo stato di declino e quello di disfunzione, ma, mentre questa trova fondamento nella teoria sistemica, il concetto di “declino” si basa sulla teoria della creazione del valore. Quest’ultima ha sviluppato la dottrina secondo la quale l’accrescimento del valore del capitale rappresenta il mezzo fondamentale per garantire la sopravvivenza dell’azienda nel lungo periodo.

Da ciò si può dedurre che un’impresa entra nello stato di declino nel momento in cui distrugge il valore del capitale economico.

Il declino non necessariamente si identifica in relazione a perdite economiche, ma si può manifestare anche in presenza di una continua riduzione di flussi reddituali positivi.

Dopo aver definito il fenomeno della crisi d’impresa, analizzando sia i processi, che dalle condizioni fisiologiche di decadimento portano alle situazioni patologiche di malessere, sia i

concetti di insolvenza, disfunzione e declino; è naturale proseguire l'analisi soffermandosi sull'aspetto saliente delle cause della crisi.

A questo proposito è interessante il lavoro svolto dal Passeri che classifica le cause della crisi in base alla loro natura, individuando due differenti approcci:

L'approccio soggettivo pone alla base del problema gli uomini; infatti secondo tale approccio si suppone che, tramite la sostituzione di queste persone, è possibile eliminare il problema stesso.

L'approccio oggettivo cerca, invece, di individuare quelle forze esterne che sfuggono al controllo dell'impresa e che ne determinano l'andamento. Le cause esterne sono tali da restare in essere anche dopo la sostituzione dei soggetti interni all'impresa analizzati in precedenza.

In questa prospettiva, non esiste un elenco esaustivo di tutte le possibili cause esterne al sistema aziendale, poiché esse spaziano dai fattori macroeconomici ai fattori settoriali come, ad esempio, la riduzione della domanda per un determinato prodotto o l'entrata di un nuovo *competitor*.

Bisogna, tuttavia, precisare che la crisi dell'impresa non è quasi mai determinata da un'unica causa generatrice e che la presenza di una causa "soggettiva" non preclude l'esistenza di una causa "oggettiva", e viceversa. Il processo degenerativo analizzato precedentemente è, indubbiamente, il risultato di una serie di cause interrelate tra di loro che possono scaturire sia da errori interni, sia da elementi esterni all'impresa.

CAPITOLO 2

La capacità d'individuare tempestivamente i segnali di eventuali squilibri e/o decadenze all'interno del sistema aziendale rappresenta una variabile critica nel processo d'identificazione dello stato di crisi e delle strategie più idonee per fronteggiarla.

Nella prassi aziendale esistono differenti metodi di rilevazione di un possibile stato di crisi che possono essere classificati in tre categorie:

4. Metodi fondati sull'intuizione: si basano sull'analisi di variabili soggettive, quali l'incapacità dell'organo amministrativo e/o dell'imprenditore, e di variabili oggettive, come la perdita di quote di mercato o l'appartenenza a settori maturi;
5. Metodi basati sui modelli: si fondano su tecniche statistiche di previsione dello stato di crisi (si veda la "Z di Altman" nel Capitolo 4);
6. Metodi basati sugli indici: sono metodi che si originano dall'analisi di bilancio.

In questa prospettiva, il controllo di gestione, inteso come sistema di misurazione degli scostamenti tra gli obiettivi programmati e i risultati effettivamente conseguiti, rappresenta un

utile strumento d'indagine che si fonda sulle tecniche di analisi di bilancio per indici e per flussi. Al fine di svolgere questo tipo di analisi, però, è necessario preliminarmente riclassificare gli schemi di bilancio.

Tramite lo “Stato Patrimoniale Finanziario”, si rende possibile la valutazione della solvibilità aziendale e, di contro, della crisi d'impresa poiché la possibilità che i flussi in entrata non siano capaci di bilanciare i flussi in uscita, attuali e prospettici, rappresenta una situazione di rischio che potrebbe compromettere la capacità aziendale di rispettare nell'ammontare e nella scadenza le obbligazioni assunte.

Il concetto di solvibilità deve essere analizzato secondo due parametri, rappresentati dalla *liquidità* e dalla *solidità*.

In particolare, *l'analisi di liquidità* permette di comprendere se nel breve periodo le entrate monetarie siano idonee a fronteggiare le uscite monetarie, mentre *l'analisi di solidità* si dedica allo studio delle medesime relazioni nella prospettiva del medio-lungo termine.

Tramite la combinazione di queste due tipologie di analisi, è possibile interpretare i dati del bilancio al fine di ottenere informazioni riguardo l'equilibrio finanziario dell'impresa e l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento rispetto alla struttura degli impieghi.

In altre parole, lo Stato Patrimoniale Finanziario “stima” la probabilità di una futura insolvenza. Da un punto di vista operativo, al fine di svolgere l'analisi di liquidità, è necessario utilizzare differenti tipologie d'indici di bilancio, tra cui i principali sono indicati di seguito:

Il quoziente di disponibilità confronta direttamente le passività correnti con l'attivo circolante.

Il quoziente primario di tesoreria rappresenta un indicatore di liquidità “secca” perché rapporta il valore della liquidità totale con quello delle passività correnti.

Il quoziente secondario di tesoreria, rapporta direttamente il valore della liquidità immediata con le passività correnti.

In aggiunta a questi indici, che permettono appunto di quantificare le risorse disponibili dell'impresa per fronteggiare le uscite di breve periodo, è necessario anche calcolare la **durata del ciclo del capitale circolante** (durata magazzino + durata crediti commerciali – debiti commerciali). Le informazioni così ottenibili evidenziano, da un punto di vista cronologico, il periodo di tempo medio che intercorre tra il pagamento dei fornitori per l'acquisto dei fattori produttivi e l'incasso degli importi originati dalla vendita dei prodotti finiti.

Il giudizio sulla solidità patrimoniale dell'impresa, invece, dipende dalla sua capacità di riuscire a rispettare i propri impegni nel medio-lungo termine.

L'analisi della relazione tra le entrate e le uscite monetarie, con scadenza superiore al breve termine, permette infatti di valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa e, di conseguenza, la sua probabilità di operare nella prospettiva della continuità aziendale.

Pertanto, risulta fondamentale l'analisi delle fonti e degli impieghi durevoli attraverso opportuni indici di bilancio:

- Il **quoziente primario di struttura**, ossia il rapporto tra mezzi propri e attivo fisso;
- Il **quoziente secondario di struttura**, dato dal rapporto tra le fonti durevoli (mezzi propri + passività consolidate) e attivo fisso;
- L'**indice di autonomia finanziaria** rappresenta il rapporto tra i mezzi propri e il totale del capitale investito;
- Contrapposto all'indice di autonomia finanziaria, è possibile individuare anche l'**indice di dipendenza finanziaria**, ossia il rapporto tra le passività totali (consolidate + correnti) e capitale investito.

In aggiunta all'analisi di solvibilità, è necessario presentare anche l'analisi economica e l'analisi finanziaria, in quanto l'analisi delle variabili che determinano il risultato economico e quello finanziario potrebbero rivelare risultati intermedi molto significativi.

L'analisi delle determinanti della redditività aziendale richiede la **riclassificazione del conto economico per aree gestionali**.

Riclassificando, infatti, i costi operativi per natura, al fine di esprimere il consumo dei fattori produttivi impiegati nei processi tipici dell'azienda, è possibile distinguere i "*Costi esterni*" dai "*Costi interni*" ed individuare il **Valore Aggiunto**, dato dalla differenza tra *Valore della produzione* (voce "a" del conto economico civilistico) e *Costi esterni*, ed il **Margine operativo lordo (MOL)**, dato dalla differenza tra *Valore aggiunto ed i costi del personale* (sottoinsieme dei costi interni).

Il primo risultato intermedio fornisce informazioni sulla capacità dell'azienda di creare un valore incrementale rispetto ai fattori produttivi esterni e, quindi, prodotto dai fattori interni. Questo margine, tuttavia, non aiuta particolarmente l'organo amministrativo all'individuazione della crisi poiché, escludendo la dinamica dei fattori produttivi strutturali, rischia di essere troppo parziale.

Il Margine operativo lordo, al contrario, fornisce informazioni molto significative sulla performance aziendale e, di conseguenza, su un possibile stato di crisi.

Questo, infatti, permette di valutare l'efficienza economica della gestione operativa e la capacità di quest'ultima di creare un presumibile *cash flow*.

CAPITOLO 3

La crisi dell'impresa ha messo in risalto il tema della responsabilità degli organi sociali in quanto soggetti dal cui comportamento possono dipendere conseguenze dannose per gli interessi dell'impresa.

Nel momento di maggiore fragilità dell'azienda, quale appunto la fase di (pre) crisi, gli organi preposti potrebbero compiere od omettere atti con gravi effetti collaterali a loro stesso carico sia in ambito civile che penale.

In via preliminare è necessario, altresì, premettere che un errore di gestione non può costituire di per sé un'ipotesi di responsabilità in capo all'organo amministrativo, ma lo può divenire se conseguito in violazione ad un obbligo/dovere richiesto all'amministratore/i. Diversamente, ed inevitabilmente, si giungerebbe alla paralisi dell'attività imprenditoriale in quanto l'organo amministrativo sarebbe indotto a non assumere alcun rischio, poiché *“un sindacato ex post sul merito di tali scelte, non farebbe altro che penalizzare le operazioni o le attività innovative o inusuali che – essendo valutate ex post – possono facilmente essere considerate irragionevoli o avventurose”*

In effetti, le scelte degli amministratori, anche quando producono conseguenze dannose e/o non convenienti per la società, possono rimanere indenni d'azioni di responsabilità allorquando siano state compiute in conformità agli obblighi previsti dalla legge.

In altri termini, nessuna censura può essere eccepita sul merito delle scelte imprenditoriali degli amministratori poiché quest'ultimi non hanno l'obbligo di amministrare con successo economico, ma hanno obblighi e doveri, intrinseci alla carica rivestita, la cui violazione sarà oggetto di valutazione di responsabilità.

Il ruolo degli amministratori, ed il “rischio” del loro coinvolgimento in azioni di responsabilità, diventa quanto mai delicato proprio nella fase di crisi dell'impresa; quando, cioè, gli amministratori si trovano davanti alla scelta di procedere ad un risanamento aziendale o, inevitabilmente, ad intraprendere la soluzione liquidatoria. La decisione per la prima soluzione (un risanamento) comporta necessariamente l'assunzione del rischio di poter peggiorare la crisi dell'impresa, mentre quella per la seconda ipotesi (la liquidazione) può portare alla condizione di aver dismesso una realtà aziendale ancora potenzialmente idonea a generare profitto.

Alla luce di queste considerazioni qualitative di diritti ed obblighi a carico dell'amministratore, chiamato alla complessa gestione dell'impresa, si deve individuare quale sia il momento della gestione che possa generare responsabilità. Per comprendere compiutamente la questione, è utile premettere che una scelta di gestione rappresenta il frutto di un processo decisionale adottato dall'organo amministrativo che, essenzialmente, si distingue sempre in due fasi: a) la fase cognitiva; b) la fase discrezionale.

La fase cognitiva è rappresentata principalmente da un'attività di raccolta ed esame delle informazioni relative al proprio *business* di riferimento, che si sintetizzano in un unico documento (c.d. Business Plan) all'interno del quale ci sono le complete valutazioni dell'impatto sull'equilibrio patrimoniale, economico e finanziario dell'impresa.

La fase discrezionale, invece, inizia con il momento nel quale si adottata una soluzione, con l'obiettivo di realizzare quanto esaminato e ponderato nella prima fase, e prosegue con il monitoraggio della corrispondenza tra i dati aziendali attesi e quelli effettivamente riscontrati.

La fase cognitiva, salvo i casi di palese ed insufficiente analisi dei dati, non è fonte di responsabilità dell'organo amministrativo in quanto la documentazione elaborata mostra subito la propria sostenibilità ed integrazione nella dinamica aziendale già in corso. In questo caso l'amministratore ha rispettato il principio generale a lui richiesto, ed imposto dal legislatore, poiché ha diligentemente, o ragionevolmente, compiuto la propria funzione.

Il punto cruciale è la fase discrezionale, non tanto per la scelta che sarà adottata, quanto per la naturale (e fisiologica) necessità di monitorarne l'impatto sugli equilibri dell'impresa; ciò in quanto il legislatore impone a carico dell'amministratore un obbligo di "valutare il generale andamento della gestione" (Art. 2381 c.3 cc). In altri termini, è posto a carico dell'amministratore l'obbligo di verificare (con idonei strumenti frutto della dottrina aziendalistica) l'impatto della scelta fatta sulla dinamica aziendale e, qualora questo sia diverso (e minore) rispetto a quanto atteso e previsto dalla fase cognitiva, di procedere alle opportune correzioni per non aggravare quanto provocato.

CAPITOLO 4

Il D.Lgs 19 agosto 2016, n.175, di seguito "*Decreto Madia*", ha modificato radicalmente la precedente disciplina in materia di partecipazioni societarie delle Pubbliche Amministrazioni con l'obiettivo di fornire un quadro normativo unitario e di promuovere i principi di economicità ed efficienza, tipici delle imprese private, anche a quelle realtà aziendali in cui il confine tra pubblico e privato è oggettivamente labile.

Tra i vari temi disciplinati in materia, uno di quelli più innovati, ed allo stesso tempo dibattuti, è sicuramente quello della crisi delle aziende a partecipazione pubblica, ovvero quelle società in cui sia prominente, se non totalitaria, la presenza di uno o più soci appartenenti alla sfera pubblica.

Le maggiori novità in tema di crisi aziendale sono contenute nell'articolo 14 del *Decreto Madia*, ed in combinazione a questo, nell'articolo 6, recante disposizioni in materia di principi fondamentali sull'organizzazione e sulla gestione delle società a controllo pubblico, e nell'articolo 12 sulla responsabilità degli enti partecipanti e dei componenti degli organi delle società partecipate.

Rinviando le osservazioni sulle disposizioni contenute nell'articolo 12 al capitolo 3, è utile analizzare congiuntamente gli articoli 6 e 14, i quali risultano formalmente e sostanzialmente collegati; infatti, l'articolo 6 fornisce una serie di strumenti e procedure che devono essere utilizzati nella generale organizzazione e gestione delle partecipate pubbliche, mentre l'articolo 14 si focalizza sulla particolare *governance* delle medesime società nel momento in cui entrano in crisi.

È possibile, così, delineare uno schema logico ben definito. Tramite l'articolo 6, il legislatore intende fornire delle linee guida di gestione volte al continuo monitoraggio dello stato di salute delle partecipate pubbliche ed alla preventiva individuazione dei segnali di decadimento e di squilibrio, che, se sottovalutati, potrebbero causare un futuro stato d'insolvenza (gli amministratori hanno così l'obbligo di redigere specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale). Viceversa, tramite l'articolo 14, il legislatore offre un vasto insieme di strumenti per gestire la crisi.

Ad oggi non esistono ancora delle particolari disposizioni di legge sulla creazione ed il contenuto di specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale, in quanto in nessuna norma è possibile individuare degli schemi di riferimento per la stesura e l'elaborazione dei suddetti piani (cosa che avviene, ad esempio, per il bilancio d'esercizio).

È chiaro, quindi, che il professionista dovrà affidarsi alla dottrina aziendale per lo sviluppo di modelli, processi e standard tesi alla valutazione del rischio di crisi aziendale.

Tra questi, uno dei più significativi è il modello della “*Z di Altman*”.

Questo modello venne sviluppato da Edward I. Altman nel 1968 e rappresenta un valido strumento diagnostico della crisi aziendale.

L'economista inglese analizzò i dati di bilancio di 66 aziende manifatturiere americane quotate, ripartite in 33 società ritenute solide e 33 società che erano fallite. Dai dati raccolti, Altman creò l'indice “*Z – Score*”, ossia un valore ponderato ottenuto dall'analisi statistica

discriminante lineare di variabili ritenute esplicative per l'identificazione di società sane ed insolventi.

Tale indice, una volta raggiunto un particolare valore, determina una soglia limite, detta anche “zona di discriminazione”, che permette d'individuare se un'impresa è in crisi o se mostra segnali di stabilità economico – finanziaria.

All'inizio del suo lavoro Altman analizzò 22 variabili esplicative differenti, ottenute dall'analisi di bilancio, ma solamente 5 vennero poi effettivamente scelte poiché ritenute le variabili fondamentali per discriminare la salute di un'azienda.

Esse rappresentano degli indici di bilancio per l'analisi della liquidità, della capacità di autofinanziamento, della redditività, della struttura finanziaria e della competitività.

Si evince facilmente come la principale novità apportata da questo modello sia l'utilizzo combinato di tecniche statistiche con tecniche di analisi di bilancio.

Approfondendo quanto appena esposto, è possibile capire come viene operativamente calcolato lo “Z – Score”.

In generale, questo indice rappresenta il risultato di un'equazione lineare del tipo:

$$Y = \alpha X_1 + \beta X_2 + \dots + \theta X_n$$

Nel caso particolare, invece, la formula può subire alcune modifiche in base alla tipologia di società analizzata.

Nel caso di una **società quotata in borsa**, l'equazione utilizzata per la stima dello “Z – Score” è la seguente: $Z = 1,2 x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 0,999 x_5$;

Per una **società privata manifatturiera**, la formula diventa: $Z' = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5$

Infine, per una **società non quotata nei mercati finanziari e non manifatturiera**.

l'equazione da utilizzare è la seguente: $Z'' = 6,56 x_1 + 3,26 x_2 + 6,72 x_3 + 1,05 x_4$

Nella redazione dei piani di valutazione del rischio di crisi aziendale, introdotti dal “Decreto Madia”, l'organo amministrativo dovrebbe porre l'attenzione anche sui sistemi di *rating* utilizzati dagli intermediari finanziari e monitorarne le variabili critiche.

Così facendo, l'azienda potrebbe creare una relazione trasparente ed efficace con gli Istituti Finanziari che consenta la corretta determinazione del *rating*.

Questo produrrà vantaggi al cliente sia in termini di qualità dei rapporti con il Sistema che di onerosità esplicita ed implicita del finanziamento; ma arrecherà indubbi vantaggi anche alle banche, che potranno gestire con maggiore efficacia la posizione di rischio del cliente.

CAPITOLO 5

Le analisi esposte nei precedenti capitoli, al fine di “testarne” l’efficienza e l’efficacia, possono trovare applicazione su un caso pratico ed, in particolare, su una delle più rilevanti realtà aziendali quali appunto ATAC S.P.A.

La scelta di ATAC S.P.A. sta nel fatto che essa è una società a partecipazione pubblica, interamente posseduta da Roma Capitale, che opera nel settore del trasporto pubblico locale (c.d. TPL) in quanto affidataria in-house del servizio pubblico di trasporto urbano, sub urbano per l’area metropolitana di Roma e Provincia di Viterbo.

Il fulcro intorno al quale orbita tutta la sua attività, in estrema sintesi, è riuscire a bilanciare un’offerta che, in termini quantitativi e qualitativi, riesca a raggiungere tutti i cittadini della Regione Lazio, senza considerare le variabili critiche di un qualsiasi *business* come la scelta di un target ben definito da raggiungere, di un sistema di prezzi che riesca a massimizzare il proprio profitto e di continuare ad offrire il servizio oppure se optare per soluzioni alternative (l’azienda, infatti, non può permettersi di bloccare il servizio di trasporto poiché andrebbe contro gli obblighi assunti dal contratto stipulato con Roma Capitale e rischierebbe di mettere in crisi la quotidianità dei cittadini romani e, conseguentemente, far collassare il sistema sociale pubblico).

Negli ultimi anni si è sentito molto parlare dei problemi economici riguardanti ATAC S.P.A., ma, adesso, è fondamentale capire se l’azienda stia realmente attraversando una crisi patologica, oppure se stia attraversando un periodo fisiologico di squilibri economico-finanziari. Vengono così presentate le analisi di bilancio per indici e lo “Z-score” di Altman.

Per riuscire ad applicare tali metodologie di calcolo, è stato necessario utilizzare gli schemi di bilancio riclassificati attuali e di anni precedenti. In particolare, si è deciso di utilizzare gli schemi degli anni 2016, 2015, 2014 e 2013 al fine di mostrare non solo dati consolidati di fine esercizio, ma anche rivelare quei *benchmarks* e quei *trends* che permettano sia di validare l’analisi stessa, sia di esprimere giudizi e paragoni nel tempo e nello spazio.

Per valutare la capacità dell’azienda romana di rimborsare le passività in scadenza nel breve periodo si analizzano i seguenti indici di bilancio:

Il quoziente di disponibilità, detto anche *Current ratio*, si calcola come rapporto tra l’attivo circolante e le passività correnti. Come si evince dai dati riportati, l’azienda in tutti e quattro gli anni considerati mostra dei valori estremamente negativi. Prendendo a riferimento l’anno 2013, infatti, ATAC S.P.A. rivela un valore del quoziente di disponibilità pari a 0,85. Questo significa che l’azienda con il totale delle proprie attività circolanti riesce a ripagare solamente

l'85% del totale delle passività correnti, obbligandola, di conseguenza, a dismettere quelle attività a lento recupero monetario che, ovviamente, appartengono alla classe dell'attivo fisso.

Questa analisi di primo livello, mostra, così, una situazione finanziaria incerta. Almeno questo primo indice, infatti, dovrebbe presentare un valore quantomeno pari all'unità poiché significherebbe che l'azienda utilizza tutte le sue attività correnti per ripagare le relative passività di breve periodo (in situazioni "normali" di gestione, dovrebbero essere ulteriori analisi più approfondite a rivelare potenziali squilibri economico-finanziari come l'analisi della durata del ciclo del capitale circolante). Nel caso della società romana, invece, si registra immediatamente la mancanza, da un punto di vista quantitativo, d'idonee risorse.

Da un punto di vista contabile, valori così bassi del quoziente di disponibilità sono collegati ad un eccessivo indebitamento di breve periodo, infatti, nello Stato Patrimoniale Finanziario del 2016 le passività correnti sono pari a circa 1,2 miliardi di Euro, mentre l'attivo circolante misura approssimativamente 550 milioni di Euro.

L'analisi della liquidità potrebbe fermarsi già a questo primo livello, poiché i successivi indici presentati nel capitolo 2, come i quozienti primario e secondario di tesoreria e il quoziente di dipendenza del magazzino, mostrano valori che sono una diretta conseguenza dell'eccessivo indebitamento di breve periodo.

Per comprendere al meglio lo stato di salute della società oggetto di valutazione, si deve procedere anche con l'analisi di solidità:

Il quoziente primario di struttura, conosciuto anche come quoziente di auto-copertura dell'attivo fisso, rappresenta il rapporto tra i Mezzi Propri e l'Attivo Fisso.

Nel 2013 l'indice assume un valore pari a 0,15 e questo simboleggia una situazione in cui i mezzi propri riescono a finanziare solamente il 15% degli investimenti in attività a lento recupero monetario. In linea teorica, questo indice non dovrebbe assumere valori particolarmente elevati (un valore orientativo potrebbe essere 0,8), poiché esprimerebbe un'eccessiva solidità, con effetti collaterali dannosi sulla redditività aziendale, ma sicuramente un valore pari a 0,15 non può essere tollerato dall'impresa nell'ottica della continuità aziendale. Nel 2016, addirittura, questo indice assume un valore negativo pari a circa -0,05. Suddetto valore è il risultato del depauperamento causato dalle perdite d'esercizio sul Patrimonio Netto, che al 31.12.2016 risulta circa pari a -50 milioni di Euro (in questo caso gli amministratori hanno senza indugio convocato l'assemblea ai sensi del 2447 c.c. per deliberare la riduzione del Capitale Sociale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al minimo legale).

Un secondo indice che deve essere analizzato è il quoziente secondario di struttura, dato dal rapporto tra il totale delle fonti di finanziamento durevoli (Mezzi propri + Passività Consolidate) e l'Attivo Fisso.

I valori registrati per ATAC S.P.A. negli ultimi quattro anni sono sempre inferiori all'unità e, quindi, è possibile affermare che l'azienda romana si trovi in una situazione d'insufficienza di fonti durevoli e, conseguentemente, di tensione finanziaria di breve termine (come si era già rilevato con l'analisi di liquidità).

Per concludere l'analisi di solidità, è necessario presentare due ulteriori indici, che rappresentano uno il reciproco dell'altro.

Questi fattori sono l'indice di dipendenza finanziaria e l'indice di autonomia finanziaria.

Si evince chiaramente come ATAC S.P.A. abbia un'autonomia finanziaria nulla e, conseguentemente una dipendenza finanziaria praticamente totale. Questi valori indicano un autofinanziamento inesistente ed un capitale investito quasi totalmente finanziato con risorse appartenenti a soggetti terzi.

Dall'analisi di liquidità e da quella di solidità si evince come ATAC S.P.A. negli ultimi quattro anni abbia riscontrato consistenti problemi economico-finanziari, i quali hanno portato l'impresa a partecipazione pubblica in un profondo stato di crisi. ATAC S.P.A., infatti, mostra seri problemi sia di liquidità, che di solidità e, quindi, risulta quasi azzerata la sua capacità di onorare nei tempi e negli importi le obbligazioni assunte.

A conferma di quanto appena esposto, è utile presentare anche il calcolo dello "Z – score" di Altman, che permette di esprimere un giudizio sullo stato di salute dell'impresa interessata.

Per questa particolare formulazione, i valori discriminanti che permettono di classificare un'impresa come in salute od in crisi, sono 2.60 e 1.1 (per valori superiori a 2.60 l'impresa è sana, mentre per valori inferiori a 1.1 l'azienda è in crisi).

I valori effettivamente assunti nel periodo di riferimento dallo "Z – score" sono ampiamente inferiori a 1.1 ed, in particolare, registrano valori negativi.

Cercando d'interpretare questi indicatori, si può dedurre come l'azienda fosse in uno stato patologico di crisi già nel 2013 e, quindi, i fattori scatenanti sarebbero da ricercare in anni ancora passati.

L'attuale situazione di ATAC S.P.A. è il frutto delle decisioni assunte dalla governance aziendale che non sono state capaci di fermare, o d'individuare tempestivamente, il declino nel quale l'azienda è precipitata.

I risultati economici, finanziari e patrimoniali conseguiti nel corso degli anni hanno palesemente prodotto un quadro aziendale generale che difficilmente può garantire una

continuità nella fornitura del servizio pubblico. Immaginare il fallimento della società potrebbe apparire la soluzione più “semplice”, ma, ragionando in termini di benessere collettivo, non è la scelta ottimale in quanto avrebbe un impatto paralizzante nell’ambito della mobilità delle persone e della sicurezza pubblica, oltre che nell’ambito economico (locale e nazionale) per la perdita di migliaia di posti di lavoro (diretti e legati all’indotto).

Sulla base di queste considerazioni, è necessario mostrare un’ultima analisi dei bilanci d’esercizio della società a partecipazione pubblica.

Prendendo a riferimento il Conto Economico riclassificato del 2014, 2015 e 2016, l’azienda romana ha registrato dei valori positivi del MOL, frutto sicuramente degli interventi *ad hoc* posti in essere dall’organo amministrativo al fine di migliorare la *performance* aziendale.

In questi ultimi tre anni, quindi, l’azienda romana, nonostante le difficoltà economiche, finanziarie e patrimoniali descritte in precedenza, ha dimostrato di svolgere la propria attività caratteristica secondo criteri di efficienza ed economicità, i quali la rendono capace di produrre un potenziale flusso di cassa positivo.

Il risultato appena analizzato rappresenta probabilmente l’unica nota positiva sull’andamento complessivo di ATAC S.P.A., ma ha sicuramente un peso rilevante.

L’azienda romana, infatti, risulta eccessivamente indebitata sul breve periodo, presenta un’insufficienza di fonti durevoli, mostra un’assoluta incapacità di autofinanziamento e non manifesta attualmente alcuna solvibilità, ma riesce a svolgere efficientemente la propria attività operativa, mostrando per tre esercizi consecutivi un Margine Operativo Lordo estremamente positivo ed una gestione efficace del capitale circolante netto che permette di ottenere un flusso di cassa operativo sicuramente positivo.

Si evince, inevitabilmente, che l’azienda romana con l’ausilio di un attento piano di risanamento, volto a migliorare le attuali condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali, potrebbe uscire dallo stato di crisi facendo leva sulla sua attuale capacità di generare flussi di cassa operativi.

È proprio in una situazione come quella appena descritta che si possono capire ancora più marcatamente le novità proposte dal “Decreto Madia”

In questo modo il Legislatore ha sancito l’ammissibilità al fallimento e, soprattutto, alle operazioni prefallimentari delle società a partecipazione pubblica.

In altre parole, tramite questa disposizione, ATAC S.P.A. ha la possibilità di risanare l’attuale crisi e, conseguentemente, tornare ad operare nell’ottica della continuità aziendale, partendo proprio da quell’unico dato positivo risultante dall’analisi di bilancio per attivare un’operazione prefallimentare.

Ovviamente, le dimensioni e la rilevante portata economica, politica e sociale dell'impresa romana comportano una complicata implementazione delle operazioni di risanamento aziendale. Ciò che rileva, dunque, non è tanto la certezza di un risanamento, ma l'esistenza di una possibilità di ripresa economica, seppur remota, per un'azienda prossima all'insolvenza.

A conclusione di quanto appena esposto, è necessario descrivere i recenti sviluppi che hanno riguardato, appunto, ATAC S.P.A.

Il primo vero passo compiuto dagli attuali amministratori verso il risanamento della società a partecipazione pubblica è rappresentato dalla presentazione di domanda d'ammissione di ATAC S.P.A. al concordato preventivo in continuità.

L'obiettivo di tale scelta appare evidente; infatti, la società romana ha la possibilità di elaborare una proposta ai propri creditori così da scongiurare il fallimento della società e, cosa ancora più rilevante, evitare di bloccare il servizio di trasporto pubblico, le cui ripercussioni sarebbero dannose per l'intera comunità.

Da analisti esterni, ovviamente, è attualmente impossibile conoscere le motivazioni e i presupposti su cui verrà costruito il piano per l'accordo con i debitori, ma sicuramente l'organo amministrativo avrà la possibilità di sfruttare l'efficienza economica dell'attività caratteristica di ATAC S.P.A. al fine di utilizzare i futuri flussi di cassa per rispettare, auspicabilmente, gli obblighi assunti con il ceto creditorio (relativamente a quanto sorto anteriormente alla data di ammissione della domanda di concordato) ed a far regolarmente fronte alle obbligazioni successive.

Ad oggi, la situazione è ancora particolarmente incerta, in quanto l'intero *iter* del concordato preventivo presentato da ATAC S.P.A. risulta ancora nella fase iniziale con il deposito della domanda "prenotativa" che, in data 27 settembre 2017, è stata accolta dal Tribunale di Roma sezione fallimenti nominando, per il caso, tre Commissari Giudiziali e concedendo il termine previsto dalla legge per la predisposizione del piano finanziario e la proposta di concordato.

La portata del caso, oltre che per effetti mediatici, è rilevante proprio per l'innovativa possibilità di accesso ad una procedura concorsuale da parte di una società interamente partecipata da un Ente Pubblico in conformità alle disposizioni ed agli obiettivi del Decreto Madia. Certamente la fase più critica sarà la redazione del piano finanziario da parte dell'*advisor* incaricato in quanto soltanto questi dati potranno essere "convincenti" per il ceto creditorio ai fini dell'accoglimento della proposta.

La redazione del piano dovrà inderogabilmente avere solide assunzioni aziendali, tener conto degli andamenti economici e patrimoniali della società utilizzando gli strumenti del controllo di

gestione per come rappresentato in questo lavoro, così da ragionevolmente prevedere una continuità dell'azienda che consenta il rispetto della proposta ai creditori stessi.

Il caso ATAC SPA può essere considerato la pietra miliare del percorso di risanamento e di riequilibrio delle aziende a partecipazione pubblica proprio in perfetta linea con gli obiettivi del Decreto Madia, consentendo a queste società di individuare una soluzione che altrimenti avrebbe avuto l'unico effetto di drenare le risorse economiche dell'Ente Pubblico con tutto quello che ne consegue.