

L'estratto che stai consultando
fa parte del volume in vendita
su **ShopWKI**,
il negozio online di **Wolters Kluwer**

[Torna al libro](#)



CEDAM

IPSOA

UTET[®]
GIURIDICA

il fisco

 ALTALEX

IPSOA In Pratica



**FALLIMENTO
E CRISI
D'IMPRESA**

2023



Wolters Kluwer

GESTIRE LA CRISI

5.

- | | | | |
|--------|---|---------|---|
| 5.1. | PREMESSA | 5.8. | RIEQUILIBRIO RAPPORTO FONTI/
IMPIEGHI |
| 5.2. | LA STRATEGIA DI RISANAMENTO | 5.9. | IL MONITORAGGIO DEL
RISANAMENTO |
| 5.3. | IL CAMBIO DI BUSINESS MODEL | 5.10. | IL CHIEF RESTRUCTURING
OFFICER |
| 5.3.1. | Definizione di <i>Business Model</i> | 5.10.1. | Inquadramento |
| 5.3.2. | Le quattro aree del <i>Business Model</i> | 5.10.2. | Le caratteristiche del <i>Chief
Restructuring Officer</i> |
| 5.4. | IL RIPOSIZIONAMENTO
COMPETITIVO | 5.10.3. | Le attività del <i>Chief Restructuring
Officer</i> |
| 5.5. | LA RISTRUTTURAZIONE
ORGANIZZATIVA | 5.10.4. | Possibili evoluzioni ed opportunità per
la figura del <i>Chief Restructuring Officer</i> |
| 5.6. | LA RISTRUTTURAZIONE
FINANZIARIA | | |
| 5.7. | VALUTAZIONE INVESTIMENTI
DISINVESTIMENTI | | |

PREMESSA

La **crisi d'azienda**, nel suo ultimo e più difficilmente recuperabile stadio, non si configura come una isolata manifestazione, ma come un fenomeno di natura sistemica, che coinvolge non solo uno o più rami dell'impresa ma l'**intera organizzazione**. È frequente, per qualunque entità aziendale, dover affrontare ciclicamente fasi positive e negative nel corso della propria vita; nel momento in cui la crisi si manifesta e raggiunge livelli di particolare gravità è difficile ipotizzare il ritorno ad una situazione di equilibrio economico-finanziario senza la previsione di specifici interventi.

Stato patologico - Qualora le cause della crisi non siano tempestivamente individuate e adeguatamente rimosse, lo stato di crisi evolve, si espande a tutti i livelli dell'organizzazione compromettendo i risultati economici, finanziari e patrimoniali. Lo stato di crisi rappresenta un grave stato patologico dell'azienda, che per essere risolto necessita di particolari interventi risanatori strutturali.

Comportamenti strategici - Per risollevare l'impresa dalla situazione di grave disequilibrio economico, finanziario e patrimoniale in cui si trova, è necessario che il *management* adotti comportamenti strategici orientati al futuro fondati sul cambiamento. In questo contesto di emergenza, dovrebbe svilupparsi la **volontà del management di cogliere le opportunità di sviluppo** derivanti da questa situazione, ricercando nuove forme di vantaggio competitivo.

LA STRATEGIA DI RISANAMENTO

Valorizzare potenzialità inespresse - La formulazione della strategia di risanamento deve essere tesa a individuare e valorizzare le potenzialità inespresse dell'impresa all'interno di un percorso finalizzato alla **continuità gestionale** (➔6.6.1.).

Ricerca di un nuovo vantaggio competitivo - La situazione di criticità può rappresentare per il *management* aziendale occasione di riflessione sul modello di *business* applicato, oltre che rappresentare l'opportunità per la ricerca di un nuovo vantaggio competitivo.

Nuova strategia - L'individuazione e l'analisi delle cause di difficoltà, pur rappresentando elementi utili di un percorso obbligatorio al fine di evidenziare gli errori precedentemente commessi, sono di secondaria importanza qualora non rappresentino reale supporto alla comprensione delle azioni strategiche più idonee da porre in essere nel futuro. La ricerca delle cause non deve distogliere il *focus* rivolto all'individuazione e formulazione della nuova strategia, da sostanzarsi in una evidente discontinuità nei confronti della precedente gestione e finalizzata alla **rimozione dei fattori scatenanti e al superamento della crisi stessa**.

Descrizione della strategia - La descrizione della strategia applicata in azienda rappresenta una fondamentale parte del piano, in quanto dimostra il legame intercorso tra le scelte precedentemente effettuate e il posizionamento attuale dell'impresa. Il documento dovrà raffigurare le **peculiarità aziendali realmente distinte**, i processi decisionali alla base del percorso di risanamento e dare evidenza delle risorse aziendali necessarie per il ritorno al valore.

Il piano dovrà offrire una puntuale descrizione delle **aree aziendali sottoposte agli interventi correttivi** e delle azioni in tal senso previste, precisando in quale misura influenzeranno l'articolazione dei costi dell'impresa. Nell'attuazione del processo risulterà indispensabile tener presente il condizionamento che potrebbe derivare dall'eventuale carenza di risorse e dalla limitata disponibilità di tempo. Il piano, concepito nelle sue componenti di tipo qualitativo e quantitativo, non può che prevedere una profonda integrazione di entrambe le sezioni. L'attendibilità dei risultati in termini quantitativi troverà giustificazione solo attraverso l'adeguata illustrazione delle strategie e delle azioni previste nell'arco temporale del piano. Gli **schemi economici, finanziari e patrimoniali** saranno infatti elaborati sulla base delle **assumptions**, espressione della strategia ipotizzata dal *management* e delle relative azioni coerentemente identificate.

Attendibilità del piano - Il piano dovrebbe pertanto individuare ed evidenziare l'effetto delle relazioni tra le precedenti scelte strategiche e i risultati ottenuti, favorendo l'individuazione delle leve di maggior influenza per il *management* a cui ricorrere nel corso del risanamento. La complessiva attendibilità del piano potrà essere confermata unicamente in presenza di un'adeguata illustrazione della strategia e delle assunzioni di base, obbligatoriamente coerenti con la strategia stessa.

5.3. IL CAMBIO DI BUSINESS MODEL

5.3.1. Definizione di *Business Model*

Con finalità meramente compilative, può dirsi che il *business model* rappresenta la strategia aziendale ricomprensiva dei **principi generali**, fino agli **aspetti** più marcatamente **operativi**. Si è dell'opinione che la costruzione e la revisione del *business model* dovrebbero essere effettuate con **cadenze regolari** in quanto strettamente correlate al mantenimento del vantaggio competitivo dell'impresa. Il *business model* è l'elemento che indirizza la scelta delle soluzioni strategiche e organizzative per garantire nel tempo la creazione di valore: punto di partenza è l'individuazione di una *mission* ben definita; di poi, si effettuano ipotesi, ricerche, simulazioni e si elabora una versione schematica di un modello che tenga conto delle interazioni tra impresa e ambiente in cui la stessa dovrà concretamente operare. È ovvio, allora, che eventuali correzioni e modifiche migliorative del modello dovrebbero essere sviluppate in corso d'opera per accertarsi che ogni componente dello stesso sia integrato con gli altri e che l'impianto, nel suo complesso, sia sostenibile nel medio-lungo periodo in tutte le condizioni, sia ordinarie che straordinarie.

Modello di business - Il modello di *business* è presente nell'impresa nonostante non sia sempre esplicitato. È frequente, al ricorrere di situazioni di crisi aziendale, che il *management* svolga l'attività senza essere pienamente consapevole degli schemi decisionali adottati e delle interrelazioni tra i sottosistemi aziendali. Nei casi peggiori non viene esplicitata neanche una strategia generale di indirizzo e la gestione aziendale è applicata secondo linee programmatiche che non sono individuate sulla base di indicazioni chiare e ben definite. Per questi motivi, in tali casi, la tendenza del *management* è quella di ricercare al di fuori dell'impresa le cause della sua crisi (ad esempio, additando la maturità del settore, la concorrenza di imprese estere più competitive sui prezzi o altri fattori squisitamente esterni) e non anche al suo interno. Nella realtà è frequente che non siano solo i settori e/o i prodotti/servizi ad essere giunti ad uno stato di maturazione, ma che sia la stessa strategia aziendale a risultare ormai obsoleta. Nei casi in cui non esista una vera e propria strategia o, ancorché presente, non sia correttamente esplicitata, è necessario individuare il modello di *business* preesistente e sottoporlo a verifiche e/o revisione periodica.

Business Model Canvas - La reingegnerizzazione del *businessmodel* aziendale è **normalmente alla base di un efficace intervento di risanamento**. Tale operazione, delicata e complessa, può essere portata a termine ricorrendo a un **framework** in grado di evidenziare i diversi punti focali su cui è fondato il *core business* dell'impresa, i relativi sottosistemi e le interrelazioni esistenti. Un *framework* dal taglio fortemente pratico e concreto è il cosiddetto *Business Model Canvas*, presentato al termine del presente paragrafo. Il modello si articola in **nove blocchi**, ognuno dei quali corrisponde ad un sottosistema interconnesso agli altri. Nel loro complesso, i blocchi, costituiscono il «prototipo» dell'azienda con i suoi meccanismi di funzionamento.

5.3.2. Le quattro aree del *Business Model*

Il Focus e la Proposta di valore

Sulla base delle interrelazioni che si sviluppano tra i blocchi del *businessmodel* aziendale è possibile definire in quali macro-aree si articola l'impresa:

Aree	Blocchi del modello
Focus	Proposta di valore
Dimensione Commerciale/Relazionale	Mercato, segmenti e clienti <i>target</i>
	Relazioni con i clienti
	Canali distributivi
Dimensione Infrastrutturale/Produttiva	Partner chiave
	Attività chiave
	Risorse chiave
Dimensione Finanziaria	Struttura dei costi
	Struttura dei ricavi e <i>pricing model</i>

Focus - Sottoporre l'impresa ad un "focus" significa **restringere il campo d'azione**. Il modo migliore per presentare efficacemente sul mercato un'impresa che intende rinnovarsi è quello di interiorizzare il *know-how* alla base del *business*, formalizzare l'esperienza maturata nel corso degli anni di attività e cambiare il proprio orientamento, identificando quali abilità aziendali possono soddisfare un determinato bisogno di uno specifico *target* di clienti. Tramite questo processo non si intende ridurre l'attività di *business* ad una sola offerta, ma piuttosto si intende perseguire l'obiettivo che tutti i prodotti e i servizi forniti dall'impresa risultino finalizzati al soddisfacimento di un bisogno (espresso o latente) della specifica nicchia di mercato di riferimento.

Proposta di valori - Rappresenta il motivo per cui l'azienda esiste e origina direttamente dalla **definizione della *mission*** in tutti i suoi aspetti, nonché dalla condivisione con l'intera organizzazione della visione strategica futura. In sede di revisione del modello di *business*, il fulcro attorno al quale si sviluppa a cascata la strategia aziendale è rappresentato dall'esplicitazione di nuovi principi e modelli in grado di rappresentare l'imprescindibile discontinuità gestionale rispetto al passato. Nella scelta della nuova proposta di valore con cui ripresentare l'impresa sul mercato, **il focus è l'elemento cardine da definire**.

Caratteristiche del prodotto/servizio - Importante il ruolo svolto dall'estensore del piano di risanamento durante la fase di redazione del nuovo modello di *business*. Costui deve facilitare la dialettica tra proprietà e *governance* aziendale nella formulazione di una proposta di creazione di valore che si concretizzi in un prodotto/servizio in possesso dei seguenti elementi:

- **novità**: valutare se la nuova proposta dell'impresa si concretizza in un'innovazione di tipo incrementale o radicale rispetto all'offerta attuale;
- **design**;
- **funzionalità d'uso e performance**: in questo caso la nuova offerta dovrà fondarsi sull'aggiunta o la modifica di funzionalità al prodotto/servizio attuale. Questa scelta spesso nasconde un'incapacità reale di rinnovarsi in quanto costituisce il modo, relativamente più semplice, di fare innovazione. Tale scelta è dunque più delicata e rischiosa in termini di riposizionamento aziendale in un'ottica di risanamento;
- **personalizzazione**: se l'impresa opera in un settore o in un segmento in cui il prodotto/servizio offerto è di massa, creare un'esperienza personalizzata per clienti/consumatori potrebbe rappresentare un fattore di discontinuità strategica di elevato impatto. D'altro canto, quanto più l'offerta è personalizzata, tanto meno il *business* sarà scalabile e tanto più alti saranno i costi di acquisizione e gestione per il cliente. Questi aspetti devono essere posti in relazione al modello di *pricing* da adottare, per evitare di fornire al mercato un ottimo servizio sprovvisto della necessaria marginalità;
- **prezzo**: anche questo elemento è un fattore differenziante decisivo. Se fissato ad un livello medio-alto può contribuire al trasferimento al cliente della maggiore affidabilità/qualità di cui gode il prodotto. Occorre tenere in considerazione che nel caso in cui sia presente sul mercato un'impresa, riconosciuta come *market leader*, in grado di offrire da tempo dei prodotti/servizi ad un prezzo più elevato ma con standard di qualità comparabili, per legge di mercato, la stessa continuerà ad essere ragionevolmente preferita dai consumatori perché riconosciuta come *market leader*.

La dimensione commerciale e relazionale con i clienti

In quest'area, a destra del modello, sono definiti i seguenti tre importanti elementi:

- il cliente *target*;
- il tipo di relazione con il cliente;
- i canali distributivi.

Client target - In primo luogo, occorre effettuare la scelta del "cliente *target*". Per arrivare a questa scelta è necessario costruire una **matrice**; lo scopo è quello di incrociare le conoscenze e le competenze maturate dall'impresa con le caratteristiche delle nicchie individuate dall'analisi di mercato. L'obiettivo è **identificare la parte di mercato a cui presentarsi con un'idea precisa e ben differenziata rispetto a quella dei concorrenti**, oppure individuare i segmenti non ancora sufficientemente presidiati. Questo approccio consentirebbe di produrre competitività, sempre che il segmento di riferimento sia sufficientemente ampio da consentire di generare flussi reddituali e di cassa positivi. **Gli elementi da considerare per la costruzione della matrice e l'identificazione del cliente target sono:**

- le conoscenze e le competenze dell'azienda;
- il bisogno (latente o manifesto) delle capacità che potrebbero soddisfare il cliente e che al momento non si ritenga appagato;
- tipologia, caratteristiche e quantità dei clienti che percepiscono questo bisogno nell'immediato. Appare, pertanto, necessario effettuare una stima dell'ampiezza del *target* in termini quantitativi, considerando che:
 - a. si tratta di clienti facilmente acquisibili comunicando loro il messaggio di *marketing* dell'azienda in modo corretto ed efficace;
 - b. l'ottenimento di finanza è uno dei fattori cruciali per la buona riuscita del *turnaround* e questi clienti rappresentano la prima importante fonte di flussi di cassa per l'azienda.

Caratteristiche e quantità di **clienti** che potrebbero acquistare in futuro, qualora efficacemente sollecitati mediante adeguati strumenti di *marketing* strategico che consentano di coltivare la relazione con gli stessi fino al momento del successivo acquisto. Questo aspetto è importante, oltre che per la crescita dell'impresa, anche per la sostenibilità nel medio-lungo periodo del modello di *business*.

Relazione con il cliente - La scelta consiste nell'identificare la strategia da adottare per **guidare il cliente target verso le fasi del percorso che conducono all'acquisto** e, possibilmente al ri-acquisto:

- sollecitazione/emersione del bisogno, solitamente tramite strumenti di *direct marketing*;
- richiesta da parte del cliente di informazioni e approfondimenti sui prodotti/servizi offerti dall'azienda;
- decisione di acquisto;
- coltivazione e mantenimento della relazione;
- eventuale nuova sollecitazione e ripetizione dell'acquisto.

Questo **processo** va progettato e **testato a livello sistemico**, in modo da garantire stabilità presente e futura ai ricavi e ai flussi di cassa in entrata. Le modalità con cui è possibile costituire, coltivare e mantenere nel tempo la relazione con il cliente possono essere diverse e la preferenza tra queste deve essere coerente con il **posizionamento scelto per il brand**.

Tra le possibili configurazioni si annoverano, in ordine decrescente rispetto al grado di coinvolgimento diretto del cliente:

- co-creazione;
- assistente dedicato;
- assistenza personale non dedicata;
- creazione di *community* di utenti;
- *self-service* e automatizzazione.

Canali distributivi - (►1.3.8.) A conclusione della sezione, questo blocco deve essere formulato coerentemente con il posizionamento *del brand* aziendale e dei prodotti/servizi offerti. Al riguardo, le relative decisioni possono incidere profondamente sui **costi gestionali** e sul **modello di pricing** da impiegare. Ad esempio, distribuire un prodotto/servizio di fascia alta con un modello di *pricing premium* (tipico dei prodotti di lusso) renderà necessaria la distribuzione in negozi/*showroom* monomarca, a cui eventualmente associare la predisposizione di un processo di acquisto fondato sull'esperienza e sull'esclusività dell'offerta.

Altre scelte legate ai canali distributivi possono riguardare, a titolo esemplificativo:

- modalità di costruzione e gestione della rete vendita;

- utilizzo di piattaforme o siti *web*, *storeonline* o altri strumenti che consentano di agevolare l'acquisto;
- accordi di esclusiva con intermediari commerciali nella distribuzione;
- canali e mezzi di trasporto;
- scelte di internalizzazione o esternalizzazione della logistica;
- luoghi di stoccaggio e gestione della logistica (qualora sia gestita internamente).

La dimensione infrastrutturale e produttiva

Acquisizione delle risorse - Questa parte del *Business Model Canvas* attiene agli aspetti connessi all'acquisizione delle risorse, alla ricerca dei *partner* strategici ed alla implementazione di processi e attività chiave necessari alla realizzazione del prodotto/servizio.

Key factors - Realizzare prodotti e servizi richiede la costruzione di una solida base di *key factors*, elementi (*input*) fisici e intangibili che, a vario titolo, prestano il loro contributo nelle diverse fasi di creazione del valore. Tali risorse possono seguire la classificazione che segue:

- capitale umano;
- capitale intellettuale;
- capitale fisico;
- capitale finanziario.

Capitale finanziario - Ognuna di queste tipologie di **risorse** (o capitali) può essere **acquisita esternamente oppure essere internamente generata**. Le risorse finanziarie, specie in momenti di crisi aziendale, devono necessariamente essere acquisite dall'esterno e in tempi ragionevolmente brevi. Ciò è necessario per affrontare le contingenti criticità che ne ostacolano il rilancio e far fronte agli investimenti indispensabili a reperire le altre risorse chiave, la cui presenza e sinergia risulta fondamentale al successo nel processo di *turnaround*. A seguire, è essenziale che l'impresa, in maniera sempre più autonoma e costante, generi flussi di cassa netti positivi, fondamentali ai fini della sostenibilità del modello a lungo termine.

Capitale fisico - Le risorse tangibili, sia a carattere durevole sia a ciclo di vita breve o immediato, possono essere acquisite esternamente da fornitori strategici, oppure essere realizzate in economia tramite processi di creazione interna. In situazioni di crisi aziendale, **la produzione *in-house* di norma è difficilmente perseguibile**, poiché:

- a. la creazione interna di risorse è comunque un processo produttivo che richiede a sua volta capitale umano, intellettuale, finanziario e altre risorse fisiche, spesso assenti o insufficienti;
- b. nella maggior parte dei casi l'impresa presenta criticità legate a ognuna delle altre risorse interessate che, malgrado la loro presenza all'interno dell'impresa, risultano compromesse e non fruibili (fuoriuscita di personale qualificato e soggetti chiave, perdita di fiducia da parte dei fornitori di credito e finanza, risorse fisiche durevoli obsolete non in grado di soddisfare il fabbisogno produttivo, materie prime di scarsa qualità a seguito di scelte di carattere meramente economico, ecc.).

Capitale umano e intellettuale - Le risorse intangibili sono tra le più preziose e **spesso strettamente correlate al capitale umano**. In situazioni di crisi può verificarsi che alcune *key resources* fuoriescano dall'impresa con l'effetto del depauperamento del relativo *know-how* aziendale posseduto. **La componente intangibile può essere acquisita dall'esterno a titolo oneroso** (ad esempio acquisendo a titolo di proprietà o in licenza delle opere dell'ingegno) **o inserendo nell'organico risorse umane** che detengano o siano in grado di generare il **necessario capitale intellettuale**. Risulta quindi indispensabile, in particolar modo ai fini del risanamento, che gli estensori/l'estensore del *Canvas* e del piano di risanamento preservino/preservi tali risorse evitandone la fuoriuscita; pertanto, fin quando il risanamento non risulti idoneo a consentire lo sviluppo delle professionalità delle nuove risorse e l'acquisizione esterna risulti troppo onerosa, è imprescindibile la salvaguardia del capitale umano e intellettuale già impiegato e/o presente in azienda. In momenti di crisi aziendale, i rapporti tra livelli gerarchici, i rapporti personali e le relazioni funzionali potrebbero essere incrinati a causa dell'instabilità. Per questo motivo, assume fondamentale importanza la collaborazione proattiva tra advisor, proprietà e governance: tanto la proprietà, quanto la *governance* e gli *advisor* devono essere pienamente consapevoli che, per un verso, va favorito il passaggio a una situazione di maggiore "distensione" tra i soggetti a vario titolo interessati dal risanamento e che, per altro verso, si rende opportuno strutturare in modo organico e sistematico le basi organizzative per lo sviluppo di un clima di cooperazione, funzionale alla condivisione delle strategie a fondamento del nuovo *business model*.

Partnership - Uno dei mezzi con cui le risorse strategiche possono essere acquisite dall'esterno è costituito dalle *partnership*. Il secondo blocco del *Canvas*, legato alla dimensione infrastrutturale, è l'**identificazione di partners chiave**. In prima battuta, i *partner* strategici da ricercare inizialmente sono coloro che possono apportare risorse finanziarie a vario titolo, anche se, ai fini del riequilibrio delle fonti di finanziamento, sarebbe ideale puntare verso la raccolta di capitale di rischio e non di debito. La ricerca in questo senso potrebbe orientarsi a dei "**BusinessAngels**", oppure ad altre imprese, anche concorrenti, che potrebbero essere interessate a **creare jointventures** al fine di sviluppare progetti nuovi, con il fine di eventuali successive fusioni, acquisizioni o altre forme di riorganizzazione dei rapporti inter-societari. Le *jointventures*, peraltro, potrebbero realizzarsi anche con fornitori strategici, allo scopo di beneficiare di materie prime, servizi o conoscenze strategiche di altissima qualità ed affidabilità.

Piano delle attività chiave - Al fine di coordinare risorse e *partners* chiave, è necessario definire un ulteriore blocco del *BusinessModelCanvas* prevedendo un piano delle attività chiave da svolgere per raggiungere gli obiettivi prefissati, **organizzando le stesse in modo il più possibile sistematico e proceduralizzato e riducendo al minimo il margine di errore**. Tale processo dovrà essere accompagnato dalla previsione di sistemi di misurazione delle *performance* legate alle attività da porre in essere, identificando opportuni *KPI* da monitorare nel corso del processo di risanamento.

Efficienza - I tre elementi che compongono la dimensione dell'infrastruttura aziendale e della produzione sono legati al concetto di efficienza e di conseguenza alla corretta gestione dei costi aziendali.

La dimensione finanziaria

I tre sottosistemi rappresentati nella parte destra del *Canvas* (clienti *target*, relazioni con i clienti e canali distributivi) determinano in modo preponderante le caratteristiche che assumerà la struttura dei ricavi. La scelta del sistema di acquisizione clienti e del processo con cui trasformare i ricavi in crediti o in liquidità è il fattore decisionale che influisce/in merito sull'all'ammontare delle risorse che l'azienda è in grado di generare per ogni unità di tempo e che, di conseguenza, incide sulla capacità dell'impresa di:

- autofinanziare l'acquisizione di nuove e migliori risorse;
- riacquistare credibilità anche presso i terzi e gli istituti di credito;
- ottenere nuova finanza da destinare a progetti di crescita e sviluppo.

Sistema di pricing e di incasso - Non solo il modello con il quale fissare i prezzi è importante, ma anche la forma dell'incasso. L'impostazione del sistema dei prezzi e delle modalità di incasso dipende fondamentalmente da **tre fattori**:

- chi effettua il pagamento del prodotto/servizio;
- con che mezzi paga (denaro, tempo, attenzione o altri fattori);
- cosa ottiene in cambio il soggetto che paga.

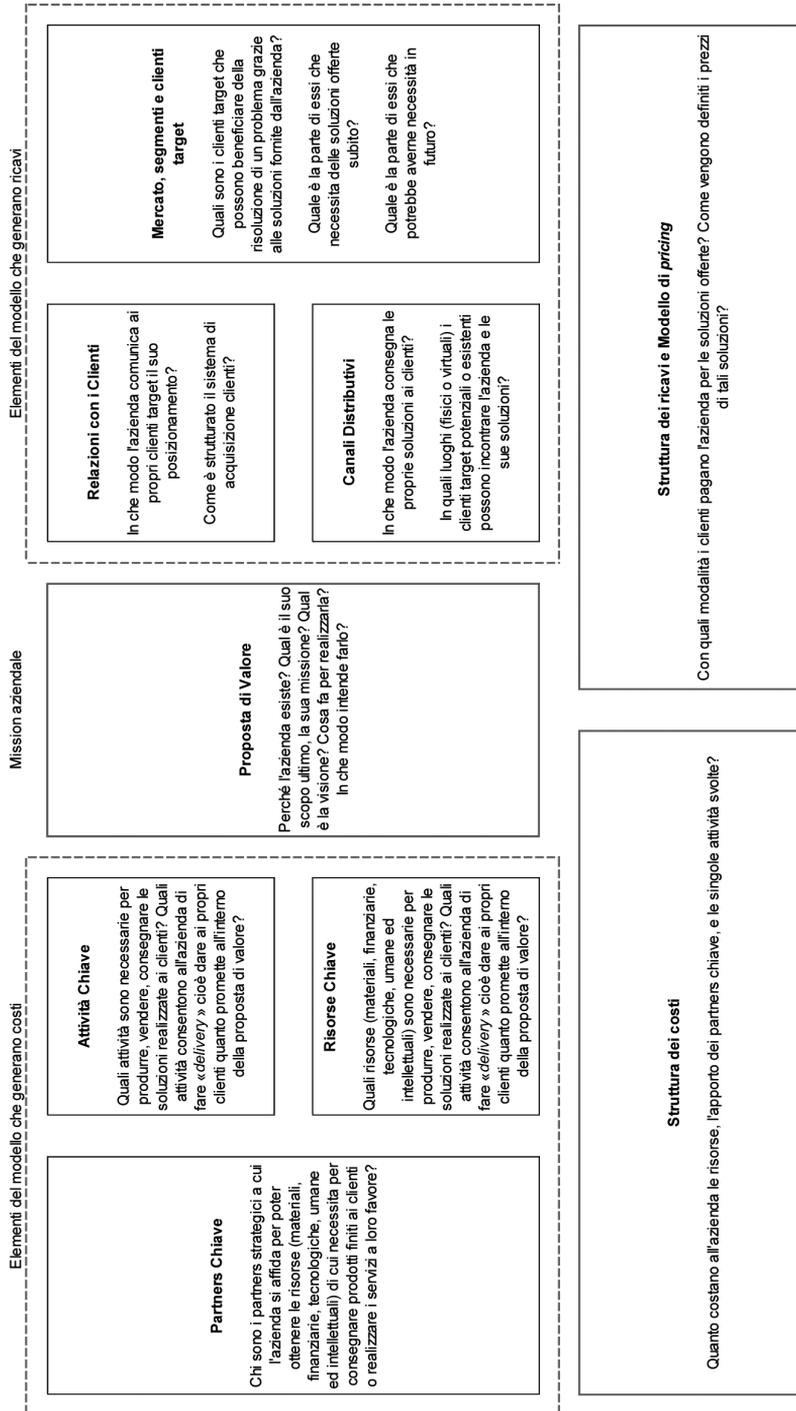
Per chiarire questi tre aspetti, si pensi al **modello dell'entertainment**: gli spettatori che guardano gratuitamente lo spettacolo non pagano denaro, ma offrono il loro tempo, la loro attenzione e il loro coinvolgimento in cambio di intrattenimento e divertimento. Tutto questo è promosso dalle aziende interessate all'acquisto di spazi pubblicitari che a loro volta offrono denaro per ottenere la visibilità.

La complessità potenziale nell'**implementazione di un sistema di pricing** e di incassi può essere molto alta. Per questo motivo è assolutamente necessario partire dalla proposta di valore e dalla scelta accurata del cliente *target*. In assenza di una chiara e precisa pianificazione, il margine di errore nella scelta del modello più corretto di ricavi, può risultare molto ampio.

Modello di costing - I tre sottosistemi rappresentati nella parte sinistra del *Canvas* (**risorse chiave, partners chiave e attività chiave**) determinano le caratteristiche che assume la struttura dei costi. L'identificazione del **modello di costing** è fondamentale e deve basarsi sulle modalità ispiratrici dell'organizzazione delle risorse e delle attività, in particolar modo nel caso di imprese manifatturiere.

Misurazione delle performance - La scelta del metodo di misurazione delle *performance* legate alla produzione e alle altre attività aziendali rappresenta il passo primario all'implementazione di un sistema di controllo di gestione che consenta di misurare con precisione i **KPI fondamentali**. Gli indicatori chiave di *performance* dovranno successivamente essere monitorati sia nella fase del risanamento, sia nel successivo momento di ritorno *in bonis* dell'impresa.

Di seguito, si propone la **rappresentazione grafica del Business Model Canvas** in tutte le parti analizzate.



CRISI: PREVENZIONE, EMERSIONE E GESTIONE

5.4. IL RIPOSIZIONAMENTO COMPETITIVO

È noto come il valore derivante dalla strategia di risanamento sia tanto maggiore quanto più la stessa strategia consenta all'impresa di operare in aree caratterizzate da un'**alta redditività delle vendite**. Ciò accade, in particolar modo, quando la strategia è in grado di condurre l'azienda in una posizione di riferimento nel settore in cui opera. Pur risultando meno efficace, la superiorità competitiva può tuttavia verificarsi all'interno di settori caratterizzati anche da minore redditività.

Nella pianificazione dell'attività di risanamento competitivo **occorre, in primis, valutare se conviene abbandonare, o meno, l'attuale core business**. Qualora si decida, sulla base del settore di appartenenza e le potenzialità dell'impresa, di proseguire con il *business* attuale, è necessario prevedere un rilancio aziendale fondato sul miglioramento delle *performance* e delle marginalità. Qualora il *business* dell'azienda abbia perso nel tempo l'opportuna attrattività sul mercato, l'attenzione del *management* dovrà essere concentrata esclusivamente sul **rilancio strategico**. I fattori distintivi, rappresentati dalle peculiarità ragionevolmente uniche dell'impresa, dovranno essere quelle su cui fondare l'intero progetto di rilancio, al fine di collocare l'impresa in una posizione di *leadership* nei confronti dei diretti concorrenti. Elementi quali le conoscenze tecniche e commerciali, la capacità di innovazione, la presenza di elementi intangibili quali i marchi e brevetti, sono quelli in grado di favorire il successo delle strategie aziendali.

Nuove aree strategiche - Il ripristino della marginalità delle aree strategiche in cui la società da sempre opera, potrebbe essere affiancato da strategie finalizzate all'ingresso in **nuove Aree Strategiche d'Affari (ASA)**. Uno dei metodi più utilizzati per effettuare in modo efficiente l'ingresso in nuove ASA è quello di creare sinergie con imprese consolidate nel settore obiettivo. Per effetto delle *joint venture*, attraverso la condivisione di risorse chiave, processi e clienti, si riesce ragionevolmente a incrementare il volume (o i prezzi) dei prodotti venduti e ridurre le quantità degli *input* impiegati (o il loro costo unitario).

Elemento distintivo - La presenza in azienda di una risorsa realmente distintiva, sia essa di tipo tangibile o intangibile, che permetta all'impresa di distinguersi rispetto alla concorrenza, deve essere l'elemento su cui concentrare l'attenzione al fine di creare possibilità reali e concrete di risanamento. L'intera strategia di riposizionamento competitivo, pertanto, deve ruotare attorno alla risorsa rilevante e distintiva (➔2.1.1.; ➔2.1.2.).

Caratteristiche di risorsa rilevante - La combinazione degli elementi che costituiscono una risorsa affinché possa essere considerata rilevante deve prevedere:

- la **percezione** da parte del cliente della risorsa come contributo fondamentale nella creazione di **valore**;
- la **distintività**, intesa come ragionevole unicità della risorsa in capo all'impresa;
- la **durevolezza**, ovvero per quanto tempo la risorsa è in grado di soddisfare le due precedenti condizioni;
- l'**estensibilità** dell'*asset*, in termini di adattabilità e riconversione a basso costo, ai fini del suo impiego in settori differenti.

Creazione di valore - L'obiettivo del processo di risanamento, raggiungibile attraverso il riposizionamento competitivo, è il ritorno alla creazione di valore. La strategia di risanamento competitivo dell'impresa è ovviamente condizionata da elementi quali:

- l'attuale attrattività del *business*,
- la credibilità di cui godono i prodotti e i servizi dell'azienda sul mercato,
- la possibilità di penetrazione di nuove aree di *business*.

Da un punto di vista teorico, se presenti, questi tre elementi danno vita alla vera e propria **strategia competitiva dell'impresa**. Il *management* dovrà concentrarsi sulle strategie di differenziazione rispetto alla concorrenza.

Offerta diversificata - Come è noto, l'offerta andrebbe diversificata sulla base del mercato che si intende raggiungere o continuare a servire. L'obiettivo dovrebbe essere quello di creare la **riconoscibilità della proposta** di valore da parte del mercato. Questo perché ogni consumatore, durante il processo di acquisto, suddivide i prodotti sulla base delle specifiche caratteristiche, in funzione della concorrenza sul mercato e con riferimento alle proprie sensazioni personali.

Posizionamento - L'attività di posizionamento diventa quindi fondamentale e rappresenta un **fattore critico di successo per la definizione della strategia di marketing**. Lo sviluppo di questo processo si compone di due fasi tra loro interconnesse:

1. l'identificazione delle differenze dai concorrenti;
 2. l'individuazione dei vantaggi competitivi sui quali costruire il posizionamento del prodotto.
- L'azienda deve cercare di sfruttare i vantaggi competitivi limitatamente a quelli realmente percepiti e presi in considerazione dal cliente.

Coerenza della strategia - L'ultimo e più importante aspetto, fondamentale in particolar modo con riferimento al **medio-lungo periodo**, è rappresentato dalla coerenza dell'intera strategia di riposizionamento, tanto che i benefici offerti siano compensati ampiamente dal prezzo applicato.

LA RISTRUTTURAZIONE ORGANIZZATIVA

5.5.

Entrando nel merito del processo di risanamento aziendale, può dirsi che esso **si articola in due fasi**:

1. **fase *retrenchment*** (austerità). In questa fase, ci si pone come obiettivo primario la diminuzione/interruzione delle perdite tramite la riduzione dei costi e l'innalzamento dei ricavi;
2. **fase *recovery*** (risanamento). In questa fase, si attua la realizzazione e l'attuazione della strategia di risanamento.

Il processo di ristrutturazione, solitamente, presuppone un profondo cambiamento all'interno della propria struttura. I cambiamenti delle risorse umane, della cultura aziendale e delle strutture formali costituiscono i capi saldi della ristrutturazione organizzativa. Per tal motivo, vengono interessate dal cambiamento, in particolare, le risorse investite delle maggiori responsabilità, c.d. **top management team** (TMT), i cui compiti sono rivolti alla direzione dell'impresa. Il forte segnale di discontinuità richiesto alle imprese in crisi trova riscontro nella sostituzione delle figure della **governance** aziendale (**TMT replacement**).

Cambiamento del vertice aziendale - Nonostante il mero cambiamento del vertice aziendale possa non apparire sufficiente a garantire, nella fase **post-recovery**, la continuità d'impresa, tale azione risulta fondamentale per evidenziare la discontinuità gestionale necessaria (talune volte espressamente richiesta) agli **stakeholders** per sostenere l'impresa lungo il processo risanamento.

Downsizing - Nella fase iniziale del **retrenchment** si assiste frequentemente al fenomeno del **downsizing**. Tale fenomeno si sostanzia nella **riduzione del personale** e costituisce, nel breve termine, una delle azioni più rapide e semplici ai fini del **contenimento dei costi**.

Ciò nonostante, il **downsizing** non rappresenta di per sé una garanzia di successo del processo di risanamento e nello specifico, se non effettuato con cautela e precisione, può celare alcune **profonde criticità**. Ad esempio:

- generale clima di incertezza che la riduzione del personale può generare;
- la perdita delle risorse-chiave dovuta ai tagli "orizzontali" che può anche condurre alle insidie della selezione avversa;
- non rara presenza di alcuni ostacoli, quali le forze inerziali, strettamente legate a importanti **key-stakeholders**;
- incompatibilità con il contesto competitivo, che può generarsi, ad esempio nel caso in cui il settore risulti in crescita;
- limitazione del **focus** strategico poiché l'accentramento delle azioni al breve periodo distoglie l'attenzione dalla formulazione della strategia di risanamento.

TMT replacement - Al contrario, un **downsizing** controllato e un corretto **TMT replacement**, in cui le nuove risorse che subentrano non sono coinvolte (o lo sono al minimo) nel declino aziendale e sono dotate di specifiche competenze, favorisce il rilancio strategico e più in generale, incoraggia il cambiamento.

Definizione della nuova struttura formale - Il processo di ristrutturazione organizzativa ha come obiettivo la definizione della nuova struttura formale e i fattori critici di successo costituiscono gli elementi cardine sui quali fondare il rilancio aziendale.

A tal riguardo, le **aree strategiche d'affari** (ASA) devono essere **ridefinite e riprogettate**, in funzione della strategia di risanamento elaborata.

In tale ottica, è ragionevole porre in essere cessioni di **asset** ritenuti non strategici e favorire la fuoriuscita, secondo il nuovo **business model**, dai mercati considerati non più **core**, realizzando, pertanto, una struttura organizzativa funzionale allo sviluppo della più recente visione aziendale.

Per questo motivo, il processo di ristrutturazione, deve fondarsi nella **valorizzazione delle risorse a elevato valore strategico**: l'eventuale progetto di loro alienazione andrebbe vagliata con attenzione, per evitare, al di là del flusso finanziario che ne deriverebbe, di privare l'impresa delle combinazioni economico-produttive fondamentali per garantire prospettive reddituali sufficientemente durevoli nel tempo.

5.6. LA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA

Premessa - Una delle principali novità contenute nel nuovo Codice è indubbiamente la definizione e il nuovo concetto di "crisi" contenuta nell'art. 2, lett. a) presupposto oggettivo per accedere agli strumenti di soluzione della crisi di impresa individuati nel nuovo codice diversi dalla liquidazione giudiziale. Il concetto di "crisi" è definito come *"lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi"*.

La crisi viene definita in un'ottica prospettica, come probabilità di futura insolvenza, un approccio aziendalistico che impone all'imprenditore l'esigenza di pianificazione e l'esigenza di predisporre piani di tesoreria.

La crisi pone la necessità di operare interventi di ristrutturazione finanziaria quando si è riscontrato un disequilibrio tra impieghi di capitale e fonti di finanziamento, oppure l'insorgere di un disequilibrio tra flussi finanziari in entrata. Tale disequilibrio ha poi determinato, o aggravato, lo stato di crisi con **effetti sul passivo aziendale** (fonti di finanziamento), quali eccesso di indebitamento e di costo dell'indebitamento, insostenibilità del servizio del debito etc.

La **ristrutturazione finanziaria** è quindi un processo attraverso il quale si pongono in essere **azioni finalizzate a normalizzare la struttura del passivo aziendale**, con opportune azioni che interessano la struttura finanziaria.

Criticità risolvibili con la ristrutturazione finanziaria - La ristrutturazione finanziaria è l'insieme delle azioni modificative del passivo aziendale, cioè delle fonti di finanziamento.

Si considerano quindi **azioni** di ristrutturazione finanziaria:

- gli **interventi volti a modificare la struttura del passivo aziendale nella sua composizione**, distinta tra passività a breve (PB), passività consolidate (PC) e patrimonio netto (PN), senza modificare il totale del passivo aziendale;
- gli **interventi volti a modificare il totale del passivo aziendale riducendo, allo stesso tempo, il peso dei debiti**, cioè PB più PC, in rapporto a PN; sono quindi azioni volte alla riduzione dell'indebitamento. Da rilevare come l'eccesso di indebitamento amplifichi il rischio di dissesto dell'impresa; questo avviene per effetto dell'aumento degli oneri finanziari a servizio del debito e, anche, per il rischio di una stretta creditizia da parte dei finanziatori che richiedano il rientro dagli affidamenti concessi.

Applicazione della ristrutturazione finanziaria - È necessario considerare che, in assenza di interventi sulla capacità dell'azienda di generare flussi di reddito, e flussi finanziari sufficienti per sostenere il ciclo della gestione, e far fronte al debito contratto, sono senza effetto azioni volte alla ristrutturazione finanziaria. Solo se la crisi è stata determinata da aspetti puramente finanziari (quali l'eccesso di indebitamento, l'eccessivo costo del debito etc.) la sola ristrutturazione finanziaria può dare effetti positivi nella gestione della crisi. Ove, invece, la crisi abbia anche cause di natura industriale, la ristrutturazione finanziaria ha il solo effetto di ritardare il dissesto, ove vi sia assenza di un intervento di gestione della crisi volto a riportare all'economicità l'azienda. La ristrutturazione finanziaria si innesta quindi nell'ambito di un percorso più complesso di gestione della crisi, di cui è una delle componenti utili al buon esito dell'intervento. Qualsiasi sia l'azione (o la combinazione di azioni) che il management intende intraprendere, è necessario che alla ristrutturazione finanziaria segua la generazione di risorse finanziarie aggiuntive per effetto della gestione reddituale.

Attuazione della ristrutturazione finanziaria - La fase di gestione della crisi deve essere finalizzata alla ristrutturazione finanziaria, dopo le opportune diagnosi. Infatti, la crisi ha manifestazione con evidenza di disequilibri tra fonti e impieghi per il breve periodo e/o per il lungo periodo. Le principali misure che possono essere adottate, singolarmente o in combinazione, per attuare la ristrutturazione finanziaria sono:

Azioni sulle fonti di finanziamento

Le azioni sulle fonti di finanziamento sono da considerarsi **azioni di ristrutturazione finanziaria in via diretta**. Infatti, tali azioni modificano direttamente la struttura finanziaria, variando l'ammontare delle fonti di finanziamento e/o la composizione di queste. Vi sono i seguenti casi:

- **apporti di capitale da parte dei soci:** tale azione modificativa delle fonti di finanziamento è la **principale tra le azioni di ristrutturazione**. In alcuni casi l'azione diviene necessaria, quali i casi di perdita oltre le soglie di Legge del capitale sociale, al fine di evitare la liquidazione e/o il fallimento dell'impresa o l'adozione di altre procedure concorsuali. L'apporto di capitale da parte dei soci ha effetto immediato sull'equilibrio finanziario di breve periodo ove sia effettuato in denaro e/o in valori immediatamente convertibili in disponibilità liquide; in tali casi assume la caratteristica di azione volta alla ristrutturazione finanziaria. L'apporto di **capitale da parte dei soci potrà essere effettuato anche in forma di finanziamento**, quindi non in termini di capitale di rischio (in ogni caso rispettando il **principio di postergazione** di tale finanziamento rispetto alle altre categorie di creditori sociali). Si deve valutare che l'apporto di capitale sia utile all'effettiva risoluzione dello stato di crisi e non determini una mera posticipazione di uno stato di dissesto aziendale non evitabile. L'apporto di capitale può essere effettuato tanto da soci già presenti nella compagine sociale, quanto da nuovi soci e, quindi, nelle diverse forme di partecipazione consentite dalla Legge. Deve essere valutato l'ammontare di capitale da richiedere ai soci e la finalità di tale apporto che potrà essere utilizzato, in primo luogo, per la **riduzione dell'indebitamento** (quindi senza modificare la somma delle fonti di finanziamento, ma modificandone la composizione, sostituendo ai debiti il patrimonio netto e, quindi, riducendo il livello dell'indebitamento); in questo caso l'apporto di capitale potrà essere utilizzato per pagare parte dell'indebitamento, di preferenza le passività a breve e/o l'indebitamento più costoso. L'apporto di capitale dei soci potrà essere utilizzato, anche, per **finanziarie la crescita** dimensionale dell'azienda e, in tale caso, l'apporto di capitale solo in parte (o nemmeno in parte) sarà utilizzato per pagare parte dell'indebitamento e avrà il fine di finanziare investimenti; tali investimenti avranno la finalità di incrementare il reddito negli esercizi successivi alla ristrutturazione finanziaria e, in conseguenza, l'incremento dei flussi finanziari per il servizio del debito contratto. Da notare come potrà essere previsto, contestualmente all'apporto di capitale da parte dei soci, un incremento dell'indebitamento, tuttavia ad un livello tale da non rendere l'indebitamento non sostenibile per eccesso di onerosità del servizio del debito e/o del costo del debito;
- **consolidamento delle passività:** tale azione ha la finalità di posticipare (consolidare) in tutto o in parte l'indebitamento a breve termine (o a medio termine). La finalità è di ridurre le uscite di cassa necessarie per il pagamento del debito. Il consolidamento della passività, posticipando il pagamento dei debiti, deve prevedere che il pagamento dei debiti alle scadenze rinegoziate sia reso possibile dalle azioni di risanamento intraprese dal management (aumento della redditività e/o della generazione dei flussi di cassa, incasso di poste attive giudicate di difficile esigibilità nel breve periodo etc.); inoltre, deve essere considerato l'eventuale costo, implicito e/o esplicito, anche in termini di oneri finanziari, di consolidamento delle passività. Il consolidamento delle passività può interessare tanto i debiti finanziari quanto i debiti operativi (commerciali e non commerciali); devono tuttavia essere previsti specifici accordi di rateizzazione del pagamento dei debiti; anche il debito nei confronti dell'erario e degli enti previdenziali può essere oggetto di consolidamento (c.d. rateizzazioni). Da valutare, in via alternativa, la possibilità di ridurre l'indebitamento con azioni giudiziali e/o stragiudiziali di pagamento a c.d. saldo e stralcio, purché consentite;
- **ristrutturazione del debito:** tale azione (particolarmente per il debito bancario e/o finanziario in genere) ha la finalità di modificare (in senso favorevole al prestatore di fondi, quindi l'azienda in crisi) una o più tra le condizioni contrattuali che regolano il debito. In generale, l'esigenza che è soddisfatta con la ristrutturazione del debito è quella di favorire (o rendere possibile) il rimborso del debito, a condizioni che prevedono di maggior favore rispetto alle originarie pattuizioni. Tali accordi possono prevedere anche la decurtazione del debito, previo accordo con i finanziatori. Altri elementi del contratto di finanziamento che possono essere oggetto di ristrutturazione (con nuovo accordo) sono la durata del finanziamento (e, quindi, l'ammontare della rata periodica di ammortamento), il tasso d'interesse (nel caso tanto di riduzione del tasso d'interesse, quanto in modifica della modalità di calcolo del tasso d'interesse, ad esempio modificando il tasso da variabile a fisso, prevedendo l'introduzione di soglie *cap/floor* etc.). Può esservi previsione di una sospensione del pagamento della rata oppure una limitazione dell'importo della rata ai soli interessi. L'accordo può prevedere l'intervento di uno o più soggetti finanziatori contemporaneamente.

Azioni sugli investimenti

Le azioni sugli investimenti sono da considerarsi **azioni di ristrutturazione finanziaria in via derivata**. Infatti, tali azioni non modificano direttamente la struttura finanziaria ma, agendo sull'attivo aziendale, modificano indirettamente le fonti di finanziamento. Si considera il seguente caso in particolare:

- **dismissione di attività immobilizzate (AI)**: tale azione ha la finalità di convertire in disponibilità liquide, immediatamente utilizzabili per il pagamento dei debiti (in particolare a breve termine), una parte degli investimenti aziendali la cui conversione in disponibilità liquide non era già prevista nel breve termine. Si tratta, in particolare, di dismissione di investimenti in AI non strategici e/o la cui dismissione non pone a rischio la continuità aziendale. Deve essere valutato anche il prezzo di dismissione di attività al fine di valutare la congruità del prezzo ricevuto in pagamento per la vendita delle attività dismesse e l'utilità di tali somme per la risoluzione della crisi. Da notare che le attività a breve (AB) sono già trasformabili in disponibilità liquide entro dodici mesi e, quindi, non vi è la necessità che la ristrutturazione finanziaria coinvolga tali valori d'investimento (salvo il caso che nelle AB siano inclusi, anche erroneamente, valori di difficile monetizzazione).

Note operative - L'adozione delle misure di ristrutturazione finanziaria deve essere effettuata da soggetti muniti dei necessari poteri (amministratori con specifica delega, procuratori, direttori generali etc.), seguendo le procedure indicate dalla Legge e nel caso previste dall'atto costitutivo. Inoltre, deve essere considerato che:

- **le azioni di ristrutturazione finanziaria devono essere tempestive**, cioè avere scadenza temporale di attuazione nei termini utili alla gestione della crisi; deve essere considerato, in caso di incertezza, un margine temporale di sicurezza sufficiente al fine di ridurre al minimo l'impatto negativo sulla gestione della crisi derivante da dilazione nel porre in essere le azioni di ristrutturazione finanziaria;
- **i costi delle azioni di ristrutturazione finanziaria** devono essere considerati nel piano di gestione della crisi e devono essere sostenibili, cioè i vantaggi derivanti dalla ristrutturazione finanziaria non devono essere erosi dai costi sostenuti per porre in essere tali azioni. Per la quantificazione dei costi devono essere considerati tanto i costi espliciti (quali costi per interessi sul debito, costi per consulenze, costi per il personale interno costi per l'imposizione fiscale se presente etc.) quali i costi impliciti (quali il rendimento alternativo del capitale aziendale e delle risorse aziendali in genere utilizzato per la ristrutturazione finanziaria);
- deve esservi il **rispetto delle norme di Legge in tema di interventi sulla struttura finanziaria aziendale**, tante in tema di rispetto delle norme previste dal Codice Civile (**Codice civile** (R.D. 16/03/1942, n. 262), dal Testo Unico Bancario (D.Lgs. 01/09/1993, n. 385), dal Codice della Crisi di impresa e dell'Insolvenza (D.Lgs. 12/01/2019, ultima modifica D.Lgs. 17/06/2022, n. 83) e delle altre eventuali norme che disciplinano specifici aspetti della struttura finanziaria (quali le norme relative alle emissioni obbligazionarie, ai rapporti con l'erario e gli enti previdenziali, ai termini di pagamento dei fornitori e di incasso dei crediti, ai termini di pagamento dei lavoratori dipendenti etc.);
- nell'adozione delle misure di ristrutturazione finanziaria deve esservi il **rispetto delle previsioni statutarie e/o regolamentari** che disciplinano tali misure (previsioni di diritti particolari dei soci, anche in tema di prelazioni, opzioni etc.); tali previsioni possono, se necessario, essere rese confermi alla strategia di gestione del piano mediante adozione di delibere specifiche, nel rispetto delle norme in merito alle modifiche statutarie e/o regolamentari. Se necessario, va prevista la tutela delle minoranze e dei soggetti terzi portatori di interessi eventualmente incisi da tali modifiche (ad esempio, nel caso di aumenti di capitale, emissioni obbligazionarie, attribuzione di particolari diritti ai soci etc.).

1. La ristrutturazione finanziaria ed il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza - CCII

La ristrutturazione finanziaria dell'impresa in crisi, ora più che mai, si potrebbe ottenere mediante l'accesso a degli istituti regolamentati Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.Lgs. 12/01/2019, n. 267), istituti in parte già previsti e regolamentati nella precedente Legge Fallimentare (R.D. 16/03/1942, n. 267 e succ. mod.) ma che hanno ottenuto una forte spinta attuativa, almeno ciò si auspica, alla luce del *restyling* della normativa Concorsuale italiana. Oltre alla procedura di concordato preventivo in continuità aziendale, già regolamentata nel nostro ordinamento dalla, ormai "vecchia" Legge Fallimentare, per il risanamento finanziario dell'impresa in crisi si deve porre l'attenzione ad istituti alternativi e più duttili nei quali all'imprenditore viene lasciato un ampio potere gestorio dell'impresa in crisi ricorrendo all'Autorità Giudiziaria solo quando l'operazione di ristrutturazione aziendale che intende compiere potrebbe avere una ricaduta, negativa, sulla continuità aziendale come nel caso di trasferimento dell'azienda o di un ramo di essa. Uno di questi istituti, regolamentato

dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, che ben potrebbe essere utilizzato dall'imprenditore per risanare l'impresa in crisi è denominato "composizione negoziata della crisi dell'impresa". Con l'avvento di questa procedura, l'idea iniziale della precocità della reazione alla crisi da parte dell'impresa attuata mediante i sistemi di allerta congeniati nella prima stesura del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (d'ora in avanti CCII), non solo non è stata sconfessata ma, anzi, è stata rilanciata permettendo l'accesso alla procedura di composizione negoziata della crisi dell'impresa anche all'imprenditore che vede nella crisi un evento non ancora certo ed immediato ma abbastanza probabile e, comunque, vicino nel tempo. In questa procedura la gestione del patrimonio dell'impresa è di esclusiva competenza dell'imprenditore che può compiere tutti gli atti di ordinaria e straordinaria amministrazione ad eccezione di quelli che la norma subordina ad una preventiva autorizzazione giudiziaria in quanto ritenuti, se eseguiti senza un preventivo ed accurato controllo, gravemente lesivi della garanzia patrimoniale sulla quale i creditori possono rivalersi. Gli atti gestori compiuti dall'imprenditore devono sottostare, comunque, ad un limite di carattere generale che si rinviene nell'art. 16, comma 4, CCII il quale dispone che "L'imprenditore ha il dovere di rappresentare la propria situazione all'esperto, ai creditori e agli altri soggetti interessati in modo completo e trasparente e di gestire il patrimonio e l'impresa senza pregiudicare ingiustamente gli interessi dei creditori". Il fulcro sul quale ruota la procedura sono le trattative che devono essere intrattenute tra l'imprenditore ed i suoi creditori, trattative che dovrebbero concludersi con la stipulazione di nuovi accordi finalizzati non solo alla ristrutturazione finanziaria dell'impresa in crisi ma anche a garantire la continuità aziendale. L'art. 4 CCII dispone che le trattative tra l'imprenditore ed i creditori devono essere condotte con correttezza e buona fede e ciò equivale a dire che le trattative devono essere "ragionevoli" nel senso che devono bilanciare gli interessi generali di tutte le parti in gioco e non solo quelli del debitore o solo quelli dei creditori. La collocazione sistematica delle clausole generali di correttezza e buona fede nella parte del CCII dedicata ai «Principi generali» ai quali devono ottemperare coloro che accedono alla procedura di composizione negoziata della crisi, fa sì che esse devono essere applicate non solo durante la fase delle trattative che si svolgono tra debitore e creditori durante la procedura ma anche durante tutte le fasi della procedura stessa. D'altronde, se durante lo svolgimento della procedura le trattative non dovessero venire svolte con correttezza e buona fede da parte del debitore, egli avrà precluso l'accesso al concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio che è la procedura, successiva, alla quale potrebbe ambire l'imprenditore nella denegata ipotesi di naufragio del tentativo di ristrutturazione finanziaria dell'impresa mediante, appunto, la "composizione negoziata della crisi dell'impresa". In sostanza l'imprenditore che intende ricorrere a questa procedura con il fine di operare una ristrutturazione finanziaria dell'impresa, non deve avere come obiettivo la falcidia dei debiti ma la salvaguardia dell'azienda e della sua continuità mediante le trattative con i creditori finalizzate anche alla rideterminazione di determinate condizioni contrattuali che a causa dello stato di crisi potrebbero essere divenute eccessivamente onerose per l'imprenditore.

Diverso è invece il presupposto su cui si fondano le varie tipologie di procedure regolamentate dal CCII aventi ad oggetto accordi alle quali può ricorrere l'imprenditore in crisi o in insolvenza che intendono attuare una ristrutturazione finanziaria della propria impresa. Queste procedure hanno come fine principale il risanamento finanziario dell'impresa e non necessariamente la garanzia della continuità aziendale.

Gli accordi regolamentati dal CCII sono il "piano attestato di risanamento" art. 56; l'"accordo di ristrutturazione dei debiti" art. 57; la "convenzione in moratoria" art. 62; il "piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione" art. 64-bis. Tutte le tipologie di accordo hanno a fondamento un piano di risanamento che contenga le strategie di intervento che intende adottare l'imprenditore per riportare l'impresa in una situazione di equilibrio finanziario. Il piano di risanamento, che dovrà essere attestato da un professionista indipendente, potrà essere attuato anche mediante il ricorso a nuova finanza che nonostante sia auspicabile provenga da autofinanziamento dell'imprenditore, sia esso individuale che societario, non è escluso che possa provenire anche da parte di un istituto di credito anche se in questo caso sarà necessario che il piano di risanamento preveda anche una prospettiva di continuità aziendale. L'art. 63 CCII permette all'imprenditore che ricorre ad una delle procedure di accordo per riportare la situazione finanziaria in equilibrio di usufruire della transazione fiscale e previdenziale. Questa non è una procedura autonoma bensì è una procedura che si può attuare in seno agli accordi e che permettere, nel rispetto dell'ordine delle prelazioni, di falcidiare una parte dei crediti erariali e previdenziali se ciò è direttamente funzionale all'attuazione del piano di risanamento predisposto dall'impresa.

5.7. VALUTAZIONE INVESTIMENTI DISINVESTIMENTI

Premessa - L'investimento è l'impiego di capitale in un'iniziativa economica, volta alla produzione di un vantaggio differito nel tempo in termini monetari per un soggetto promotore, che apporta il capitale. La valutazione degli investimenti è un processo attraverso cui si quantifica la convenienza alla realizzazione e gestione di un investimento; si hanno alcuni caratteri distintivi del processo di valutazione degli investimenti, che ha come finalità:

- stabilire se il capitale apportato ottiene una **remunerazione non solo positiva**, ma anche **adeguata, considerato il rischio**, quantificando il vantaggio derivante dall'investimento per i diversi soggetti portatori di capitale, in termini di capitale di rischio e capitale di debito, anche in comparazione con **investimenti alternativi (convenienza)**;
- stabilire se l'investimento iniziale in capitale ha l'attitudine a **perdurare nel tempo**, avendo la **garanzia del rientro dell'investimento** di capitale effettuata (**economicità**);
- valutare la **sostenibilità finanziaria** dell'investimento, per corretta **correlazione tra entrate ed uscite monetarie** derivanti dalla realizzazione e gestione dell'investimento (**sostenibilità**) (► 1.8.2.).

Indici di valutazione degli investimenti - La quantificazione di convenienza ed economicità deve essere fondata su metodologie trasparenti (indici), calcolati su dati di base (assunzioni) verificabili e per cui vi sia una assunzione di responsabilità da parte del *management* (vd. anche ISAE 3400).

Gli indici di valutazione degli investimenti possono essere distinti in **due approcci maggiori**; avremo infatti:

1. **indici economico contabili**, derivanti dai dati di bilancio, previsionali o storici (indici di bilancio);
2. **indici di valutazione finanziaria**, fondati sui dati di flusso finanziario derivanti dalla realizzazione e gestione dell'investimento (approccio *discounted cash flow* - DCF).

Indici di bilancio - Gli indici di bilancio tengono in considerazione per la valutazione il flusso di valori economici (componenti positivi e negativi di reddito) che derivano dalla realizzazione e gestione dell'investimento; questi indici considerano il momento di creazione del valore e quindi sono calcolati applicando il principio della competenza economica.

Indici economico contabili - Gli indici economico contabili presentano caratteristiche che ne limitano l'applicazione per la valutazione degli investimenti:

- **considerano valori economici e patrimoniali** che sono influenzati delle previsioni normative per la corretta tenuta della contabilità;
- **non considerano la manifestazione finanziaria dei flussi**; infatti gli indici di bilancio, che sono calcolati sulla base dei dati patrimoniali ed economici del bilancio d'esercizio, prescindono dal momento finanziario di gestione;
- **non considerano l'elemento tempo nella valutazione**; infatti gli indici di bilancio non sono atualizzati e quindi non sono adatti per evidenziare l'effetto su risultato della valutazione che deriva dal differente momento di manifestazione dei flussi;
- **mettono in rapporto valori di flusso**, al numeratore, **con valori di stock**, al denominatore, con effetti di distorsione del risultato della valutazione (comparazione di valori disomogenei).

Valutazioni degli investimenti - Le limitazioni all'applicazione degli indici di bilancio sono trascurabili nel caso di **valutazioni finalizzate alla quantificazione del rischio di dissesto dell'azienda** (applicazione degli indici di bilancio per prevedere la crisi d'impresa) oppure nel caso di valutazioni caratterizzate da ridotto orizzonte temporale (ad esempio nel caso di una valutazione annuale). In questi casi è limitata la distorsione di risultato che deriva dalla mancata considerazione dell'elemento tempo.

Se l'orizzonte temporale è pluriennale, diventa rilevante applicare indici che tengano in considerazione l'effetto del tempo sulla valutazione, in particolare per quanto riguarda l'inflazione ed il rischio derivanti dall'investimento.

Le valutazioni degli investimenti fondate sugli **indici di valutazione finanziaria** considerano, invece, la manifestazione dei flussi finanziari generati dall'investimento nel tempo. Gli indici di valutazione finanziaria devono essere caratterizzati da:

- **considerazione di elementi di flusso (reddituale o finanziario) per effettuare la valutazione**; deve essere considerata una serie di flussi, partendo dal momento iniziale, e sino al termine (orizzonte temporale) dell'investimento che è oggetto di valutazione (in genere, l'orizzonte temporale è dato dall'anno finale del piano);

- **considerazione del costo opportunità di impiego del capitale**, di rischio e/o di debito, per quantificare il tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dalla realizzazione e gestione dell'investimento.

La valutazione mediante indici di valutazione finanziaria è in genere effettuata **ex ante**, in sede di pianificazione (piano di risanamento), considerando le assunzioni del piano quale base dati della valutazione. La valutazione può essere svolta anche in sede di controllo dei risultati anche **ex post**, mediante valutazione dell'investimento sulla base dei flussi storici consolidati nel passato (comparando quindi le previsioni con i dati realizzati).

Gli indici di valutazione - La valutazione degli investimenti, che è fondata sull'attualizzazione al momento iniziale dei flussi derivanti da un progetto di investimento, procede alla accumulazione iniziale dei flussi in entrata derivanti dall'investimento, all'anno iniziale zero; tale accumulazione considera la sommatoria delle entrate (FE), per ogni periodo in cui opera l'investimento, dall'anno iniziale (zero) sino all'orizzonte temporale (OT), che esprime il periodo terminale del piano:

$$FE_0 = \sum_{t=0}^{OT} \frac{FE_t}{(1+k)^t}$$

Si deve considerare anche l'accumulazione iniziale delle uscite, cioè la sommatoria delle uscite (FU), per ogni periodo, sempre dall'anno iniziale all'orizzonte temporale:

$$FU_0 = \sum_{t=0}^{OT} \frac{FU_t}{(1+k)^t}$$

// VAN - Tra gli indici di valutazione, il valore attuale netto (**VAN**) o *net present value* (**NPV**) esprime il valore dell'investimento come sommatoria attualizzata dei flussi derivanti dalla realizzazione e gestione dell'investimento; **il VAN permette di quantificare, in termini monetari (valori assoluti) la ricchezza generata (o distrutta) dall'investimento**. Nel caso di un investimento semplice, caratterizzato dalla concentrazione degli investimenti all'anno iniziale (F_0) si ha:

$$VAN_0 = \sum_{t=1}^{OT} \frac{(FE_t - FU_t)}{(1+k)^t} - F_0$$

Se non è possibile isolare l'investimento in un periodo iniziale si procede all'attualizzazione separata delle entrate e delle uscite:

$$VAN_0 = \sum_{t=0}^{OT} \frac{FE_t}{(1+k)^t} - \sum_{t=0}^{OT} \frac{FU_t}{(1+k)^t} = FE_0 - FU_0$$

Si può adottare una formulazione più analitica che esprime, per ogni periodo, la suddivisione dei flussi in entrata e dei flussi in uscita in valori, distinti in flussi da investimento in senso stretto (acquisto di fattori ad utilità pluriennale) e flussi derivanti dalla gestione operativa:

$$VAN_0 = \sum_{t=0}^{OT} \frac{FE_t^I}{(1+k)^t} + \sum_{t=0}^{OT} \frac{FE_t^O}{(1+k)^t} - \sum_{t=0}^{OT} \frac{FU_t^I}{(1+k)^t} - \sum_{t=0}^{OT} \frac{FU_t^O}{(1+k)^t} = FE_0 - FU_0$$

Per ogni periodo t, FE^I sono flussi in entrata da investimento (incluso l'eventuale valore terminale dell'investimento), FE^O sono flussi in entrata operativi, FU^I sono flussi in uscita da investimento, FU^O sono flussi in uscita operativi, con $(FE^I + FE^O) = FE$ e $(FU^I + FU^O) = FU$ per ogni periodo t.

Il valore soglia del VAN è il valore zero; si ha cioè convenienza alla realizzazione dell'investimento solo nel caso in cui questo genera un VAN positivo; ove il VAN fosse negativo il valore generato dall'investimento sarebbe insufficiente per la remunerazione del capitale investito, dato l'orizzonte temporale ed il rischio, sintetizzato dal tasso di attualizzazione.

Il TIR - Per quantificare il valore generato dall'investimento in termini di tasso di rendimento si calcola il tasso di rendimento interno (**TIR**) o *internal rate of return (IRR)*; **il TIR è il tasso che rende uguali i flussi in entrate ed in uscita derivanti dall'investimento, cioè annulla il VAN:**

$$\sum_{t=0}^{OT} \frac{FE_t}{(1+TIR)^t} = \sum_{t=0}^{OT} \frac{FU_t}{(1+TIR)^t} \Rightarrow VAN_0 = 0$$

Il TIR ha la finalità di quantificare il rendimento dell'investimento in percentuale; il valore soglia del TIR è quindi il tasso di attualizzazione (k); infatti, il rendimento dell'investimento, espresso dal TIR, deve essere superiore rispetto al costo opportunità di impiego del capitale nell'investimento, espresso dal tasso di attualizzazione (k). Il TIR non tiene in conto della rischiosità dell'investimento; infatti, il tasso TIR è sostituito al tasso di attualizzazione nella formula di calcolo.

Il Pay Back Period - Per quantificare il **tempo necessario affinché i flussi di investimento siano in grado di rientrare integralmente**, per effetto della gestione, garantendo così la copertura degli investimenti di capitale effettuati si utilizza il tempo di ritorno del capitale (**TRC**) o *Pay Back Period (PBP)*. Il PBP si calcola con formula iterativa, periodo per periodo, sino a che si giunge, dato il tasso di attualizzazione (k), all'annullamento del VAN, in un periodo definito PBP; l'indice è espresso quindi in unità di tempo (in genere in anni):

$$\sum_{t=0}^{PBP} \frac{FE_t}{(1+k)^t} = \sum_{t=0}^{PBP} \frac{FU_t}{(1+k)^t} \Rightarrow VAN_0^{PBP} = 0$$

L'investimento sarà conveniente se PBP è inferiore rispetto all'orizzonte temporale (OT), esprimendo un rientro dell'investimento in un periodo inferiore all'orizzonte temporale.

Indice	Significato	Soglia
VAN	Ricchezza netta generata dall'investimento espressa in unità monetarie attualizzate. È espresso in valore monetario.	VAN > 0 Preferibile VAN massimo
TIR	Rendimento dell'investimento. È espresso in valore percentuale annuo.	TIR > k Preferibile TIR massimo
PBP	Tempo di rientro dell'investimento. È espresso in unità di tempo.	PBP < OT Preferibile PBP minimo

Il costo di uso del capitale - Per effettuare la valutazione degli investimenti è necessario quantificare il tasso di attualizzazione che può essere definito come il costo opportunità di utilizzo del capitale. L'investimento comporta un assorbimento di capitale che deve essere finanziato con capitale di rischio o con capitale di debito; questo capitale richiede una remunerazione a favore del soggetto che lo apporta, in quanto:

- **inflazione** - si tratta dell'erosione del valore reale del capitale per effetto dell'aumento dei prezzi; **il soggetto finanziatore ha, come primario obiettivo, quello di conservare almeno il valore reale del proprio capitale.** Il tasso di remunerazione del capitale ai fini difensivi rispetto alla dinamica inflattiva non consente quindi una remunerazione reale del capitale, ma solo una sua remunerazione nominale (fenomeno di illusione monetaria). Nella valutazione deve essere definito se i valori devono considerare (oppure no) la dinamica inflattiva; nel primo caso si ha una valutazione a valori correnti (aumentati per effetto dell'inflazione) nel secondo si ha una valutazione a valori costanti (cioè non aumentati per effetto dell'inflazione);
- **rischio** - **si tratta della potenzialità di perdita del capitale, di rischio o di debito, per effetto della gestione dell'attività d'impresa.** Ogni investimento (che, per definizione, è proiettato nel futuro) è caratterizzato da un grado di aleatorietà non definibile ex ante. A parità di altre condizioni, all'aumentare del livello di rischio l'investitore richiederà un aumento del proprio compenso per compensare l'aumento di rischio, temendo una più probabile perdita del proprio capitale (*expected loss*). Diviene quindi necessario, pur con le difficoltà connesse a tale analisi predittiva, quantificare il livello di rischio e tradurre questa rischiosità in un saggio che possa adeguatamente esprimere la richiesta di incremento di remunerazione da parte del soggetto portatore il capitale.

Tra le metodologie di quantificazione del tasso di attualizzazione, il **weighted average cost of capital (WACC)** cioè il **costo medio ponderato del capitale** è il tasso di attualizzazione più frequentemente utilizzato nella valutazione degli investimenti. Il WACC tiene in considerazione il costo di uso di ogni fonte di finanziamento, cioè del costo del capitale di rischio (Equity, E) oppure capitale di debito (Debito, D). Il WACC è calcolato come media ponderata del costo di uso del capitale; la ponderazione è effettuata sulla base dell'incidenza di ciascuna fonte di capitale sul valore del complesso delle fonti di capitale utilizzata per finanziare l'investimento. Il WACC è calcolato come media ponderata del costo del capitale di finanziamento (Kd), e del capitale di rischio (Ke). Si procede esprimendo Kd al netto dell'effetto di scudo fiscale (*tax shield*) per deduzione degli interessi passivi ($1 - T_m$), dove con T_m è aliquota marginale d'imposta. La ponderazione del Kd avviene considerando l'incidenza del capitale di finanziamento (D) sul valore complessivo delle fonti di finanziamento (D + E). Si considera poi il costo di uso del capitale di rischio (Ke), ponderato con l'incidenza del capitale di rischio (E) sul valore complessivo delle fonti di finanziamento (D + E). Si consideri come la valorizzazione di D ed E deve avvenire, per ottenere corretta ponderazione, non sulla base dei valori contabili, ma sulla base dei valori effettivi. La formulazione del WACC è:

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

Per la **stima del costo del debito al lordo delle imposte** (Kd) si considera la seguente formulazione:

$$Kd = R_f + Spread$$

Tale formulazione ha il pregio della semplicità applicativa. Si quantifica così Kd come somma di una componente di remunerazione del capitale in investimenti alternativi senza rischio (Rf), cioè **risk free**, aumentata di uno *spread* a remunerazione del rischio. **Lo spread viene quantificato prendendo come riferimento le stime sul mercato del capitale di debito.**

Si deve considerare come non esiste un investimento con assenza di rischio, ma solo investimenti con rischio tendente a zero.

Tassi interbancari e tassi sul debito pubblico - Per la **stima del tasso risk free** si utilizzano tassi interbancari di finanziamento (Euribor o IRS ad esempio) con orizzonte temporale pari all'investimento oggetto di valutazione, oppure tassi sui titoli di stato di paesi a basso rischio. I tassi interbancari ed i tassi sul debito pubblico sono tassi che includono le aspettative di inflazione, e tale componente inflattiva deve essere depurata dal tasso (ad esempio per deduzione delle aspettative di inflazione all'orizzonte temporale) in caso di valutazioni a valori costanti. **Devono quindi essere utilizzati tassi omogenei rispetto all'inflazione.**

Quantificazione del costo di uso del capitale di rischio - Per la quantificazione del costo di uso del capitale di rischio (Ke) è necessario stimare il rischio connesso all'investimento, al fine di **quantificare la remunerazione minima richiesta dagli investitori in capitale di rischio per effettuare l'investimento.**

Per la quantificazione di Ke si può applicare:

- un **approccio c.d. soggettivo**, cioè tale valore è espresso direttamente espresso dal promotore dell'investimento;
- differenti approcci e, tra questi, il **capital asset pricing model (CAPM)**, che stima il rendimento atteso dagli investitori come il rendimento atteso in funzione del tasso di remunerazione di investimenti privi di rischio, incrementato di un premio per il rischio.

CAPM - Il CAPM definisce il rischio insito nell'investimento come somma del rischio caratteristico eliminabile e del rischio non eliminabile, in quanto parte dell'alea connessa alle attività economiche. L'approccio CAPM utilizza un coefficiente di **rischio sistematico (coefficiente β)**, che misura la sensibilità del singolo capitale al rischio sistematico. Il portafoglio di mercato ha $\beta = 1$. In questo modo

il premio per il rischio di mercato è dato dalla differenza (**MRP, cioè market risk premium, premio per il rischio di mercato**) tra il rendimento del portafoglio di mercato (R_m) ed il rendimento dell'attività priva di rischio (R_f); in questo modo il rendimento atteso del capitale è quindi:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) = R_f + \beta \cdot MRP$$

Se $\beta = 0$ l'investimento di capitale è privo di rischio, con rendimento $K_e = R_f$; con $0 < \beta < 1$ il capitale ha rischio inferiore al mercato, con rendimento atteso pari a $R_f < K_e < (R_f + MRP)$; con $\beta = 1$ il capitale ha rendimento uguale al mercato, con rendimento atteso pari a $R_f + MRP$; con $\beta > 1$ il capitale ha rendimento maggiore rispetto al mercato, con rendimento atteso pari a $(R_f + MRP) < K_e < +\infty$. In genere, la formulazione di calcolo è data esprimendo il β di un investimento caratterizzato da presenza di debito tra le fonti di finanziamento (β -levered) come:

$$\beta_l = \beta_u + \beta_u(1 - T_m) \frac{D}{E}$$

Dove β_l è parametro espressivo del rischio di un'impresa (**β -levered o β -equity**), β_u è parametro espressivo del rischio operativo di settore di un'impresa (**β -unlevered o β -asset**); T_m è aliquota marginale d'imposta dell'impresa analizzata, D i debiti e E il capitale di rischio. La formulazione esprime il β di un'impresa che utilizza il debito per il finanziamento dell'attività come funzione del rischio operativo di settore, aumentato del rischio operativo di settore moltiplicato per il livello di indebitamento dell'impresa (D/E , cioè *debt to equity ratio*), al netto dello scudo fiscale fornito dall'indebitamento ($1 - T_m$), cioè il risparmio fiscale dato dalla deduzione dal reddito imponibile degli interessi passivi. Un aumento del rischio dell'investimento nell'impresa è dato dall'aumento del rischio di settore β -unlevered e dell'indebitamento (rapporto D/E). Il **β -levered esprime il β del capitale di rischio, per cui si parla anche di β -equity**. La formulazione proposta assume per ipotesi che il debito contratto dall'impresa (D) non sia gravato da rischio, cioè il rischio connesso al debito (**β -debt**) sia pari a zero. Nel caso in cui il debito contratto dall'impresa analizzata ha rischio diverso da zero, si esprime come segue:

$$\beta_l = \beta_u + \beta_u(1 - T_m) \frac{D}{E} - \beta_d(1 - T_m) \frac{D}{E} = \beta_u + (\beta_u - \beta_d)(1 - T_m) \frac{D}{E}$$

Emerge che il costo opportunità di uso del capitale di rischio è funzione del rendimento senza rischio del capitale (R_f) del rischio del settore (β_u) del rischio del debito (β_d), del livello di indebitamento rispetto al capitale di rischio (D/E) e del rendimento medio di mercato nell'ambito territoriale / temporale di valutazione (MRP). Si deve notare come, tempo per tempo, nell'ambito della valutazione dell'investimento, mutando i rapporti tra D ed E , e potendo mutare anche le altre variabili determinati K_e , si possa avere un K_e di periodo (t), variabile. In alternativa, potrà essere considerata una struttura finanziaria c.d. **target, mantenendo fisso il rapporto D/E** .

5.8. RIEQUILIBRIO RAPPORTO FONTI/IMPIEGHI

Premessa - Gli stati di crisi presentano sovente una situazione di squilibrio tra fonti ed impieghi. Nell'ambito della gestione della crisi è quindi necessario analizzare tale squilibrio ed attuare azioni volte al riequilibrio tra fonti ed impieghi. Tale analisi è effettuata attraverso **margini di bilancio finalizzati alla valutazione dell'equilibrio fonti/impieghi**. Si tratta di un'analisi statica, condotta sui dati di bilancio (o su dati infra-annuali se disponibili) ed è integrata dall'analisi dei flussi di cassa per valutare la sostenibilità del ciclo aziendale in fase di gestione della crisi.

Diagnosi dell'equilibrio fonti/impieghi di breve periodo - L'equilibrio del rapporto fonti/impieghi di breve periodo si ha quando l'azienda è in grado di far fronte ai propri impegni correnti, cioè estinguere le fonti di finanziamento che sono convenzionalmente considerate in scadenza entro i dodici mesi; si parla di impegni a scadenza nel breve periodo.

L'azienda utilizza gli impieghi (attività) in scadenza entro dodici mesi (attivo a breve, AB) per fare fronte agli impegni in scadenza entro dodici mesi (passività correnti o a breve, PB). L'AB è composto

dagli investimenti (impieghi) che hanno conversione in denaro entro i dodici mesi; si tratta di liquidità immediate e differite, rimanenze e altre attività (finanziarie e non finanziarie) a breve.

L'analisi dell'equilibrio fonti impieghi di breve periodo richiede di adottare la riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario; l'attivo (impieghi) e il passivo (fonti) devono essere esposti tenendo quindi in considerazione della capacità delle poste attive e passive di convertirsi in denaro nel tempo.

Per verificare l'equilibrio di fonti/impieghi nel breve periodo sono applicati gli **indici di liquidità**; tra questi indici vi sono l'*acid test ratio* (ATR), il *quicktest ratio* (QTR), il *current test ratio* (CTR). L'analisi della struttura patrimoniale aiuta a comprendere lo stato di equilibrio/disequilibrio nel rapporto fonti impieghi e individuare soluzioni utili per provvedere al riequilibrio di tale rapporto. Per tale analisi si utilizzano alcuni margini di stato patrimoniale.

CCN - Il capitale circolante netto (CCN) (➔2.5.3.) è calcolato come differenza tra attivo a breve (AB) e passivo (passività) corrente (a breve) (PB), secondo la formula $CCN = AB - PB$. Il CCN esprime la capacità di far fronte agli impegni (passività) a breve con la liquidazione degli investimenti a breve, facendo ricorso alla liquidazione del magazzino.

MT - Il margine di tesoreria è calcolato come differenza tra attivo a breve (AB), al netto del magazzino (rimanenze, R), e passivo (passività) corrente (a breve) (PB), secondo la formula $MT = AB - R - PB$. L'indice esprime la capacità di far fronte agli impegni a breve con la liquidazione degli investimenti a breve, senza far ricorso al magazzino.

Si considerino alcuni casi di riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di breve periodo.

CASO 1 - Riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di breve periodo: MT e CCN negativi

AB - R (attivo a breve - rimanenze)	PB (passivo a breve)	} MT < 0
R (rimanenze)		
AI (attivo immobilizzato)	PC (passivo consolidato)	} CCN < 0
	PN (patrimonio netto, equity)	
Totale Impieghi	Totale Fonti	

Il caso aziendale (1) evidenzia che il MT ed il CCN sono entrambi negativi. L'azienda non è quindi in grado di fare fronte agli impegni finanziari di breve periodo né convertendo l'attivo a breve al netto del magazzino (come evidenzia il valore di MT negativo), né convertendo tutto l'attivo a breve in liquidità (come evidenzia il valore del CCN negativo). In tale situazione, per far fronte agli impegni assunti si dovranno prevedere correttivi di riequilibrio fonti impieghi. Solo se questa situazione è governata dal management non vi è rischio per la continuità aziendale. Il caso aziendale (1) può prevedere interventi di ristrutturazione finanziaria quali apporti di capitale dei soci e/o disinvestimento di parte dei capitali fissi (ove esistano capitali non strategici e/o liquidabili senza pregiudicare la continuità aziendale) e/o posticipazione di parte dei pagamenti previsti in scadenza entro i 12 mesi mediante consolidamento di passività, oltre alla generazione di risorse finanziarie aggiuntive per effetto della gestione reddituale.

CASO 2 - Riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di breve periodo: MT negativo e CCN positivo

AB - R (attivo a breve - rimanenze)	PB (passivo a breve)	} MT < 0
R (rimanenze)	PC (passivo consolidato)	
AI (attivo immobilizzato)	PN (patrimonio netto, equity)	
Totale Impieghi	Totale Fonti	

Il caso aziendale (2) evidenzia che il CCN è positivo mentre il MT è negativo. L'azienda è quindi in grado di fare fronte agli impegni finanziari di breve periodo convertendo in disponibilità liquide l'attivo a breve inclusa parte il magazzino (valore del CCN positivo). Vi è quindi evidenza di disequilibrio nel caso in cui l'azienda non sia in grado di liquidare quella parte del magazzino necessaria a verificare la condizione $AB = PB$; anche in tale situazione, si dovranno attivare i correttivi di riequilibrio fonti impieghi ove il magazzino aziendale non sia di facile liquidazione senza compromettere la continuità aziendale.

CASO 3 - Riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di breve periodo: MT e CCN positivi

AB - R (attivo a breve - rimanenze)	PB (passivo a breve)	} MT > 0
R (rimanenze)	PC (passivo consolidato)	
AI (attivo immobilizzato)	PN (patrimonio netto, equity)	
Totale Impieghi	Totale Fonti	

Il caso aziendale (3) evidenzia che il CCN è positivo ed anche il MT è positivo (CCN sarà, per definizione, maggiore o uguale di MT). L'azienda è quindi in grado di fare fronte agli impegni finanziari di breve periodo senza necessità di convertire in disponibilità liquide, nemmeno in parte, il magazzino (come indica il valore di MT positivo). Tale situazione evidenzia che l'azienda ha ottenuto il riequilibrio della situazione del rapporto fonti impieghi. Si noti che l'azienda deve, in ogni caso, generare un autofinanziamento positivo. Nel caso in cui l'autofinanziamento risultasse negativo e fosse superiore, in valore assoluto, al margine di tesoreria, l'azienda evidenzerebbe nuovamente una situazione di disequilibrio.

Diagnosi dell'equilibrio fonti impieghi di lungo periodo - L'equilibrio del rapporto fonti impieghi di lungo periodo si ha quando l'azienda ha effettuato adeguatamente la copertura degli impieghi (investimenti) in attività immobilizzate (AI), cioè non ha finanziato, in tutto o in parte, tali investimenti con passività in scadenza entro dodici mesi (passività correnti o a breve, PB). Infatti, le AI

sono investimenti finalizzati ad entrare nel ciclo della produzione quali fattori di produzione ad utilizzo pluriennale (uso durevole) e non ad essere trasformati in prodotti finiti e/o servizi per la vendita. Infatti, le AI immobilizzate non sono destinate ad essere dismesse e convertite in disponibilità liquide per far fronte agli impegni di breve periodo (ad eccezione dei disinvestimenti di AI non strategiche). Per tale analisi si utilizzano alcuni margini di stato patrimoniale:

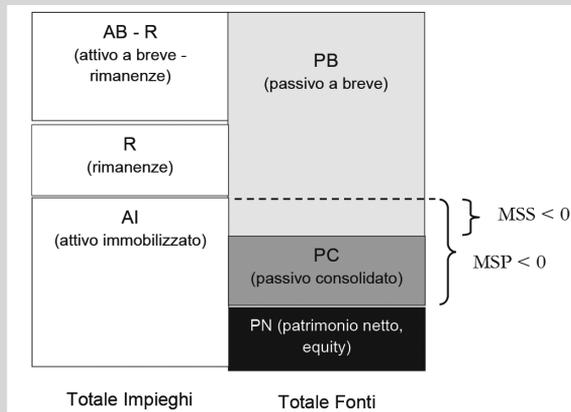
MSP - Il **Margine di Struttura Primario** è calcolato come differenza tra il patrimonio netto (PN, o equity, E) e le attività immobilizzate (AI), secondo la formula $MSP = PN - AI$. Questo margine esprime la capacità dell'impresa di finanziare le attività immobilizzate con il solo PN.

MSS - Il **Margine di Struttura Secondario** è calcolato come differenza tra il patrimonio netto (PN, o equity, E) più le passività consolidate (PC) e le attività immobilizzate (AI), secondo la formula $MSS = PN + PC - AI$. Questo margine esprime la capacità dell'impresa di finanziare le attività immobilizzate con le fonti stabilmente al servizio del ciclo finanziario aziendale (PN + PC).

MSS è per definizione maggiore o uguale di MSP; la verifica dell'equilibrio del rapporto fonti impieghi strutturale applicando MSP è più prudente e restrittiva rispetto all'applicazione di MSS.

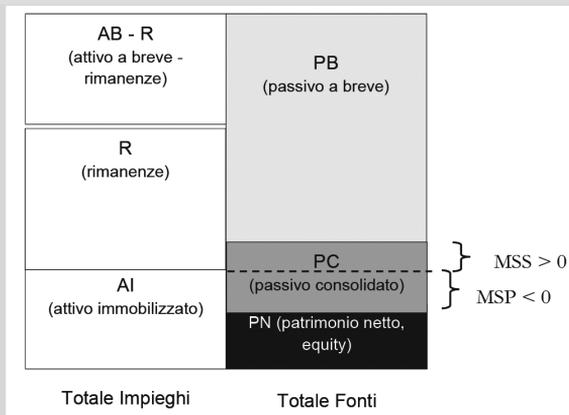
Si considerino alcuni casi di riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di lungo periodo.

CASO 4 - Riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di lungo periodo: MSP e MSS negativi

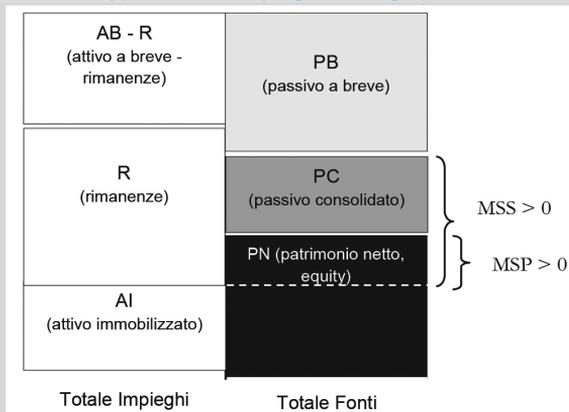


Il caso aziendale (A) evidenzia che il MSP ed il MSS sono entrambi negativi. L'investimento in AI non ha copertura finanziaria con fonti consolidate (PN e PC) e questo implica che le AI siano state finanziate, almeno in parte, con PB.

Si noti che $MSS < 0$ implica che $CCN < 0$ e, quindi, un disequilibrio nel rapporto fonti impieghi di lungo periodo evidenziato da MSS negativo determina un pari squilibrio nel rapporto fonti impieghi di breve periodo; Infatti, $MSS = CCN$. Il caso aziendale (A) può prevedere interventi di ristrutturazione finanziaria come indicati per il caso aziendale (1).

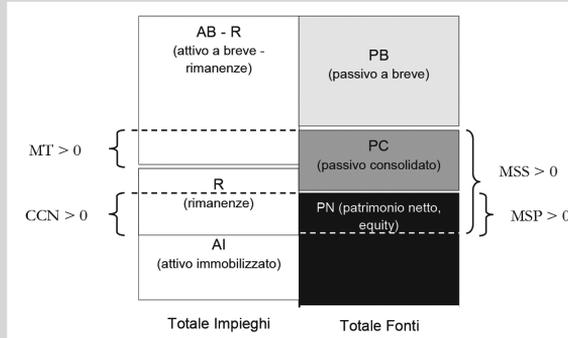
CASO 5 - Riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di lungo periodo: MSP negativo e MSS positivo

Il caso aziendale (B) evidenzia che il MSS è positivo mentre il MSP è negativo. L'investimento in AI ha copertura finanziaria con fonti consolidate (PN e PC) e questo implica che le AI non siano state finanziate con PB. Si noti che $MSS > 0$ implica che $CCN > 0$, quindi con equilibrio nel rapporto fonti impieghi di breve periodo; si ha sempre (per definizione) che $MSS = CCN$. Il caso aziendale (B) evidenzia una situazione di raggiunto equilibrio rapporto fonti impieghi di lungo periodo, considerando PC tra le fonti di finanziamento disponibili per il finanziamento di AI.

CASO 6 - Riequilibrio nel rapporto fonti impieghi di lungo periodo: MSP e MSS positivi

Il caso aziendale (C) evidenzia che tanto MSS quanto MSP sono positivi. L'investimento in AI ha copertura finanziaria con fonti consolidate, considerando quindi sia $PN + PC$, sia solo PN; questo implica che AI non sono state finanziate con PB. Come per il caso (B), si noti che $MSS > 0$ implica che $CCN > 0$, quindi con equilibrio nel rapporto fonti impieghi di breve periodo; si ha sempre (per definizione) che $MSS = CCN$. Il caso aziendale (B) indica una situazione di raggiunto equilibrio rapporto fonti impieghi di lungo periodo, anche non considerando PC tra le fonti di finanziamento disponibili per il finanziamento di AI e, quindi, con il finanziamento delle AI con il solo apporto di PN. Si tratta della struttura finanziaria caratterizzata dal maggior grado di equilibrio riscontrato sinora (per i casi da 1 a 3, e per i casi da A a C).

CASO 7 - Equilibrio nel rapporto fonti impieghi sia nel breve che nel lungo periodo



Il caso aziendale (D) esprime il massimo grado di equilibrio tra fonti e impieghi, tanto nel breve periodo, quanto nel lungo periodo. Infatti, $MT > 0$ (da cui, per definizione, $CCN > 0$) e questo evidenzia il massimo livello di equilibrio tra fonti e impieghi nel breve periodo. Inoltre, $MSP > 0$, a evidenziare il massimo livello di equilibrio tra fonti e impieghi di lungo periodo; per definizione sarà anche $MSS > 0$. La struttura finanziaria del caso (D) non è la preferibile tra tutte, sotto ogni punto di vista; si tratta tuttavia della struttura caratterizzata dal maggior grado di tutela per i finanziatori non soci. Può essere rilevato un apporto "eccessivo" di capitale di rischio ($MSP > 0$), che potrà essere ridotto facendo ricorso, se possibile, all'effetto di leva finanziaria; potrà anche rilevarsi un eccesso di investimenti in attività a breve escluse le rimanenze ($MT > 0$), che potrà essere investito in altri impieghi, se caratterizzati da maggiori rendimenti (AI o R).

IL MONITORAGGIO DEL RISANAMENTO

5.9.

La fase di monitoraggio del risanamento strategico si sviluppa attraverso la puntuale **misurazione sia dei flussi finanziari** complessivamente generati sia di quelli assorbiti dalle varie aree gestionali. Sarà proprio la quantità e la qualità di questi flussi a decretare il successo o l'insuccesso dell'intervento di risanamento. La definizione della generazione o del consumo delle risorse finanziarie consente, oltre che di percepire la bontà delle azioni sviluppate fino a un determinato momento, anche di poter disporre di informazioni utili all'eventuale ricondizionamento della strategia stessa. Lo strumento che mette in condizione di effettuare questo tipo di analisi è **il rendiconto finanziario**.

Rappresentando la schematizzazione delle relazioni esistenti tra dinamiche economiche, finanziarie e patrimoniali, opportunamente canalizzate per singola area gestionale, è possibile intercettare l'equilibrio o il disequilibrio presente nel **rapporto tra fonti e impieghi**. Il contesto di crisi nel quale si interviene impone una particolare attenzione sia al controllo della gestione corrente, sia alla sua evoluzione prospettica. Il costante monitoraggio dell'evoluzione delle dinamiche rappresentate all'interno del rendiconto finanziario previsionale mette in condizione di intercettare quegli elementi di discontinuità rispetto a quanto pianificato, che potrebbero rappresentare fonti di criticità in sede di esecuzione dell'intero processo di risanamento. In particolare, dalla lettura del rendiconto finanziario è possibile comprendere quali aree gestionali hanno contribuito alla generazione di risorse finanziarie e, conseguentemente, indirizzare al meglio le azioni in linea con la complessiva strategia di risanamento.

Le aree gestionali nelle quali il rendiconto finanziario contribuisce all'esplicitazione dell'andamento dei flussi complessivamente generati sono:

- **area operativa d'esercizio**, rappresentata dalle entrate derivanti dall'incasso da clienti per vendite di beni e servizi e dalle uscite inerenti il pagamento di fornitori per acquisti di fattori produttivi e dipendenti;
- **area degli investimenti**, nella quale trovano espressione finanziaria gli acquisti e le dismissioni di immobilizzazioni tecniche;
- **area extraoperativa**, dove trovano espressione finanziaria i componenti riconducibili alla gestione operativa non corrente (es. acquisto e vendita di partecipazioni in altre società, acquisti e dismissioni di immobilizzazioni non operative, incasso di dividendi, proventi finanziari);
- **area finanziaria**, in cui sono descritte le dinamiche riconducibili alla gestione finanziaria e delle poste del patrimonio netto (es. incassi per nuovi finanziamenti ricevuti, pagamenti per rimborsi di finanziamenti, oneri finanziari, pagamenti di dividendi, variazioni intervenute nel patrimonio netto). Il monitoraggio del processo di risanamento deve fornire indicazioni sull'equilibrio dei flussi

finanziari nel breve periodo, derivanti dalla gestione corrente e nel medio/lungo periodo, derivanti dalle *assumptions* del piano.

Agli effetti finanziari che derivano da queste gestioni vanno sommati quelli derivanti dalla gestione straordinaria e tributaria (pur considerando, nel primo caso, che la riforma del 2015 ha eliminato la necessità di distinguere nello schema civilistico di conto economico i componenti di natura straordinaria). Condizionando la creazione o l'assorbimento di flussi finanziari in modo sporadico e non ricorrente, o come semplice conseguenza del carico fiscale, queste variazioni contribuiscono alla definizione di quella intervenuta nelle disponibilità liquide ed equivalenti

La tavola di seguito proposta descrive una sintesi dell'andamento delle risorse monetarie per singola area gestionale, considerando il riferimento ad un'azienda con tipica attività industriale e mercantile.

Area gestionale	Fonti	Impieghi
Attività operativa d'esercizio	Entrate relative a vendite di beni e di altri servizi.	Uscite relative ad acquisti di beni, servizi ed altri costi (es. personale).
Attività di investimento	Entrate per dismissioni di immobilizzazioni tecniche.	Uscite per acquisti di immobilizzazioni tecniche.
Attività extraoperativa	Entrate per alienazione di partecipazioni in altre società; Entrate per cessione di immobilizzazioni non operative; Entrate da liquidazione interessi attivi; Entrate da distribuzione dividendi di partecipate.	Uscite relative ad acquisto di partecipazioni in altre società; Uscite per acquisti di immobilizzazioni non operative.
Attività di finanziamento	Entrate da accensione di prestiti.	Uscite per rimborsi di prestiti; Uscite per liquidazione interessi passivi.
Attività sul capitale proprio	Entrate per apporti a titolo di capitale da parte di soci.	Uscite per distribuzione di utili e riserve disponibili.

5.10. IL CHIEF RESTRUCTURING OFFICER

5.10.1. Inquadramento

Ruolo - Il *Chief Restructuring Officer* (CRO) assume, nel *team* professionale che assiste e supporta una società in crisi, un ruolo fondamentale in quanto. Egli, nella prospettiva che venga garantita la continuità all'impresa, diviene l'interprete dell'esecuzione del piano di risanamento elaborato dall'organo di amministrazione dell'impresa. Per questo motivo il CRO è comunemente definito il *manager* della crisi.

Alla figura del CRO ha prestato attenzione, più di recente, il decreto dirigenziale del ministero della giustizia del 28/09/2021, pubblicato a corredo del D.L. n. 118/2021 sulla composizione negoziata. In tale ambito, il decreto dirigenziale prevede che l'esperto, al fine di favorire la negoziazione, può proporre che venga nominato, d'accordo tra le parti e con costi di suddivisione tra di esse, un soggetto indipendente, dotato di adeguata competenza, che si assuma la responsabilità del processo di risanamento in fase di esecuzione, con il ruolo di monitorare l'attuazione del piano di risanamento e il rispetto degli accordi raggiunti. Tale nomina, secondo il decreto dirigenziale, appare maggiormente opportuna quando siano previsti, a fronte dei sacrifici ai creditori ristori agli stessi condizionati dal raggiungimento di risultati reddituali o finanziari prefissati (earn-out), o quando siano assegnati ai creditori strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 c.c. Il decreto dirigenziale precisa che mai l'esperto incaricato della composizione o alcuni dei suoi collaboratori possono assumere il ruolo di CRO (sezione III, par. 9.4.).

Purtuttavia, v'è da dire che, finora, la scarsa predisposizione culturale e attenzione degli imprenditori, soprattutto di media e piccola dimensione e solitamente a trazione familiare, a gestire le situazioni di crisi per tempo, ha reso necessario ricorrere all'ausilio del CRO in situazioni di crisi ormai conclamata. Nell'ottica della discontinuità gestionale, della credibilità dell'impresa, nonché a rafforzamento della garanzia, della serietà e della volontà della società nel corso di un processo di *turnaround*, è frequentemente richiesto al CRO di entrare a far parte del *board*, anche con l'attribuzione al medesimo di deleghe operative, tramite un contratto di lavoro, ovvero un incarico di consulenza.

Limiti operativi - Gli ambiti dell'incarico del CRO sono definiti **tra le parti** (la società committente e lo stesso CRO). In particolare, la definizione del ruolo, la profondità dell'intervento, gli obiettivi da perseguire e i criteri di remunerazione del CRO devono essere, fin dall'origine del rapporto, contrattualizzati in maniera puntuale, chiara e trasparente.

Le caratteristiche del Chief Restructuring Officer

5.10.2.

Competenze - Il *Chief Restructuring Officer* è una figura professionale caratterizzata da competenze **multidisciplinari**.

Considerato l'ambito del suo intervento che è la crisi dell'impresa, egli deve possedere specifiche abilità per far sì che il piano di risanamento venga eseguito. Il CRO è una figura manageriale (anche un temporary manager) con esperienza in gestione aziendale e con ampie conoscenze degli strumenti che caratterizzano i processi di ristrutturazione del debito. Si ritiene che il CRO debba:

- essere dotato di una **forte leadership**, divenendo per gli *stakeholders* il principale punto di riferimento; per l'azienda è il riferimento per l'attuazione del processo di *turnaround*;
- riuscire, con abilità e destrezza, in un contesto condizionato dalla situazione di crisi, a **conciliare il business** con la **continuità aziendale**, l'ordinarietà con la straordinarietà;
- disporre di **doti comunicative** e di un'adeguata sensibilità umana, soprattutto nei confronti delle maestranze aziendali, spesso reduci da periodi di non-governo, o vera e propria *mala gestio*, con ricadute sul clima aziendale e sull'autostima delle stesse;
- essere in grado di **leggere** compiutamente i **dati aziendali** e utilizzare costantemente le **informazioni** rinvenibili dal sistema di **controllo di gestione**;
- disporre di adeguate **conoscenze, oltre che nel settore aziendalistico e della crisi di impresa, anche in ambito giuslavoristico**, così da saper gestire le relazioni con le organizzazioni sindacali e con i lavoratori;
- conoscere le dinamiche di funzionamento di un compendio aziendale, partendo dalla **costruzione di un organigramma e di un funzionigramma aziendale**;
- sapere scegliere i **propri collaboratori interni**;
- avere quale riferimento per il proprio incarico il piano di risanamento su cui è fondata la soluzione della crisi dell'impresa committente;
- costantemente **confrontarsi con gli advisors** e i professionisti incaricati dall'impresa;
- approcciare secondo il modello del **project management**; deve sapersi muovere trasversalmente all'interno della struttura organizzativa societaria.

Le attività del Chief Restructuring Officer

5.10.3.

Il CRO può dunque ritenersi come colui che riesce a condurre l'impresa verso un contesto di ritrovata tranquillità gestionale o di vero e proprio sviluppo. Frequentemente egli si troverà a:

- **contribuire alla redazione del piano di risanamento** qualora non la fase di elaborazione non sia già conclusa al momento della sua accettazione e del suo insediamento;
- **attivare il processo di turnaround** previsto nel piano di risanamento;
- acquisire **flussi informativi** in ordine alle attività in corso ed all'evoluzione delle varie iniziative intraprese, in ottica di *turnaround*;
- **interloquire**, attraverso una comunicazione professionale, trasparente e precisa, **con i creditori aziendali**, soprattutto nell'ottica dello *stand still* delle linee di credito in essere con gli istituti di credito e con i fornitori strategici, condizione fondamentale per l'esecuzione, con successo, del piano;
- **controllare** costantemente, nella fase di redazione del piano e in quella di sua esecuzione, i **flussi di cassa nel breve termine** (15/18 settimane) al fine di consentire la realizzazione delle previsioni del piano;
- **garantire**, in fase di attuazione del piano di risanamento, il **monitoraggio dei flussi finanziari** e dell'andamento economico dell'azienda, rilevando con tempestività gli scostamenti rispetto agli obiettivi previsti nel piano stesso;
- divenire il **punto di riferimento all'interno dell'azienda**, che per il suo tramite, solitamente, intraprende un percorso di *change management*;
- **relazionare e confrontarsi con le organizzazioni sindacali**, cercando di prevenire, evitare o attenuare situazioni di tensione con i lavoratori dipendenti, soprattutto quando essi siano oggetto di provvedimenti che possano incidere sulla loro posizione e sui diritti agli stessi spettanti (ricorso agli ammortizzatori sociali della CIGO, CIGS, a contratti di solidarietà e ai licenziamenti collettivi);
- essere in grado di **veicolare al meglio gli obiettivi**, le strategie e le azioni previste nel piano agli *stakeholders*, al proprio *staff*, ai dipendenti ed ai collaboratori della società;

- prodigarsi per **riattivare fiducia**, serenità e positività nell'ambiente aziendale;
- **creare le condizioni per l'ingresso di nuovi partners finanziari o industriali** in attuazione del piano di risanamento;
- **pianificare il passaggio di consegne al nuovo management** non appena il percorso di risanamento possa essere considerato avviato e percepito all'interno, anche tramite il cambio culturale e di *management*, e all'esterno, con il sostegno da parte dei creditori e degli altri *stakeholders*.

5.10.4. Possibili evoluzioni ed opportunità per la figura del *Chief Restructuring Officer*

In questa fase storica è in atto un processo di cambiamento culturale che rende sempre più diffusa l'esigenza, in particolare nelle PMI con proprietà a base familiare, di avviare percorsi di cambiamento e di riorganizzazione dei propri processi, con l'obiettivo di:

- separare la gestione dalla proprietà, con l'inserimento di figure manageriali;
- favorire il salto di qualità del modello organizzativo e dell'attività, in particolare con il passaggio da dinamiche artigianali ad altre di tipo industriale;
- accompagnare l'impresa nella gestione del passaggio generazionale;
- assistere la proprietà quando occorra porre in essere il riassetto della *governance*;
- prevenire l'insorgenza di situazioni di crisi di impresa.

Come accennato, il CRO può rappresentare elemento di profonda utilità ed esprimersi al meglio in un contesto di *turnaround* attuato in ottica di prevenzione della crisi di impresa. Non è infrequente che nei processi di ristrutturazione del debito siano gli stessi *stakeholders* (enti creditizi, fornitori strategici, ecc.) a richiedere espressamente l'inserimento nel *team* professionale dell'impresa di tale figura.

L'estratto che stai consultando
fa parte del volume in vendita
su **ShopWKI**,
il negozio online di **Wolters Kluwer**

[Torna al libro](#)



CEDAM

IPSOA

UTET[®]
GIURIDICA

il fisco

 ALTALEX