
Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



13. **ANALISI DELLE AZIENDE IN CRISI**



13.1. LA CRISI D'AZIENDA

La crisi si configura come uno stato patologico della vita d'azienda e si verifica in presenza di una situazione di squilibrio economico e finanziario che perdura nel tempo, con la conseguente difficoltà di ripristinare la corretta funzionalità della gestione aziendale.

Non sempre la crisi è diretta conseguenza di scelte palesemente errate del soggetto economico; più spesso deriva dall'incapacità di quest'ultimo di interpretare correttamente l'evolversi dell'ambiente in cui l'azienda opera. Da qui ha origine lo squilibrio che, se non contenuto entro limiti accettabili, può sfociare in un vero e proprio stato di insolvenza determinando così il definitivo dissesto.

Il rischio principale di una crisi è quello di innescare una spirale negativa nella quale l'iniziale squilibrio economico si traduce in una marginalità sempre più compressa; ciò ingenera sfiducia nei confronti dell'impresa da parte degli interlocutori, rendendole sempre più difficile accedere al credito, ottenere dilazioni dai fornitori, apparire appetibile agli occhi di possibili finanziatori e mantenere un'immagine di qualità e solidità di fronte ai clienti.

Al fine di inquadrare le possibili origini della crisi occorre distinguere tra:

- ipotesi di perturbazioni esterne, alle quali il soggetto economico non può o non riesce a far fronte, a causa del loro carattere improvviso o pervasivo;
- ipotesi di incapacità della combinazione produttiva di rispondere alle sollecitazioni esterne, a causa di inefficienze e mal funzionamenti interni.

Alla prima tipologia possono essere ricondotti stati di crisi più o meno generalizzati, dovuti ad una fase congiunturale negativa del settore o dell'intero sistema economico, oppure a situazioni derivanti da catastrofi naturali o danni ambientali.

Alla seconda tipologia afferiscono stati di crisi originati da fattori interni, riconducibili essenzialmente ad una scarsa capacità del soggetto economico a svolgere l'attività d'impresa in modo efficiente ed efficace. Tra le cause principali possono esservi scelte di investimento sbagliate e rigidità connesse alle dimensioni aziendali, obsolescenza dei prodotti e carenza di innovazione, incapacità di gestire il ricambio generazionale.

A tutto ciò si accompagna sovente la difficoltà dell'imprenditore di cogliere o accettare i segnali della crisi; ciò rischia di ritardare eventuali azioni correttive e di aumentare le probabilità di default.

Nell'analisi del fenomeno della crisi aziendale, delle sue cause e dei possibili rimedi, occorre dunque partire dall'esame dei singoli fattori che più frequentemente sono all'origine della crisi stessa. In particolare, possiamo distinguere tra *a)* crisi da inefficienza; *b)* crisi della struttura aziendale; *c)* crisi del prodotto.

È bene premettere che non si intende affrontare in modo esaustivo la complessa tematica della crisi, né entrare nel dettaglio delle politiche di turnaround; piuttosto, si vogliono fornire alcuni spunti di riflessione circa i principali effetti sull'analisi di bilancio e illustrare come essa trovi ampio spazio applicativo nei nuovi istituti previsti dalla legge fallimentare.

13.1.1 Crisi da inefficienza

Una delle principali cause di una crisi è rappresentata dall'inefficienza, intesa come

13. Analisi delle aziende in crisi

13.1. La crisi d'azienda

errato funzionamento del sistema organizzativo deputato al coordinamento dei fattori produttivi.

La crisi da inefficienza ha una natura prettamente economica, in quanto la scarsa attitudine a coordinare convenientemente i propri fattori produttivi si traduce spesso in un appesantimento dei costi connessi alle varie aree funzionali. Il loro progressivo incremento incide negativamente sui margini operativi, soprattutto se sussistono limitate possibilità di intervento sul livello dei prezzi. Una prolungata situazione di scarsa efficienza comporta la progressiva perdita di posizioni rispetto ai concorrenti; ciò si traduce in una minore quota di mercato, in volumi più contenuti e, in ultima analisi, nella difficoltà a coprire i costi fissi.

Il fenomeno dell'inefficienza tende a manifestarsi in particolari ambiti aziendali, quali quello produttivo e distributivo, attraverso un progressivo innalzamento dei costi ad essi connessi. Da ciò possono derivare:

- da un punto di vista economico, una maggiore difficoltà a sostenere adeguate politiche di pricing e una riduzione dei volumi di vendita;
- da un punto di vista finanziario, una riduzione dei flussi di cassa operativi e una conseguente contrazione della liquidità.

I rimedi da adottare in presenza di una situazione di inefficienza non possono dunque prescindere da un approfondito riesame del sistema organizzativo e delle scelte aziendali che presiedono alle modalità di coordinamento dei fattori produttivi.

13.1.2 Crisi della struttura aziendale

Un'ulteriore tipologia di crisi è quella connessa alla struttura aziendale e si manifesta attraverso accentuate sovracapacità e rigidità strutturali.

Spesso la necessità di dotare l'azienda di un'adeguata architettura organizzativa e di un'idonea capacità produttiva richiede all'imprenditore investimenti destinati ad alimentare costi fissi. Tali investimenti devono essere proporzionati ad un certo livello di ricavi e alla struttura finanziaria che li sostengono; qualora essi risultino eccessivi rispetto all'evoluzione delle dinamiche aziendali, si originano i presupposti per una crisi.

La capacità produttiva, intesa come attitudine a realizzare una determinata quantità di output, deve essere quanto più possibile adeguata rispetto alla capacità di assorbimento da parte del mercato. Altrimenti, si creano squilibri economici che, se prolungati nel tempo, si traducono in una progressiva difficoltà a coprire i costi fissi.

Inoltre, tanto maggiori sono le dimensioni aziendali, tanto minore sarà la capacità della combinazione di adeguarsi ai mutamenti ambientali e, dunque, la sua elasticità. Il soggetto economico, nell'assumere decisioni di investimento, è dunque tenuto a progettare la dimensione più consona alle condizioni ambientali e a monitorare costantemente il dinamismo del mercato per coglierne i mutamenti e apportare le necessarie rettifiche alle decisioni originariamente assunte. È comunque evidente che non esiste una formula in grado di individuare un livello ottimale di capacità produttiva.

Tra le possibili cause di una crisi connessa all'eccessiva rigidità strutturale si possono distinguere quelle di matrice esterna, cioè dovute a fattori non controllabili dal soggetto economico, e quelle legate ad errori gestionali.

Tra le prime rientrano, ad esempio: *a)* gli incrementi di costi concomitanti a periodi inflattivi, *b)* le riduzioni durature della domanda, *c)* la flessione nel potere di acquisto da parte dei consumatori. Tutte si traducono in minori volumi di vendita e, pertanto, in una capacità produttiva eccessiva rispetto alle reali esigenze.

Tra le seconde, si possono annoverare: *a)* la difficoltà ad esternalizzare alcune funzioni a scarso valore aggiunto, *b)* politiche di investimento che non garantiscono adeguati ritorni, *c)* rimanenze molto superiori rispetto alla capacità produttiva e commerciale.

In tali frangenti, la capacità di fronteggiare la crisi è funzione della maggiore o minore rigidità strutturale e l'elemento che più influisce sull'economicità della gestione è costituito dall'elevata incidenza dei costi fissi. Quanto più la combinazione sarà in grado di gestire tali costi, tanto maggiori saranno le sue possibilità di fronteggiare la congiuntura economica.

In una situazione di crisi generalizzata è possibile superare l'impasse attraverso una strategia difensiva e di mantenimento. Quando essa è però circoscritta e riguarda il settore o, più nello specifico, l'impresa, è necessario intraprendere quanto prima politiche di "cost cutting" e di riposizionamento competitivo, ben sapendo che il costo economico e sociale può essere molto elevato.

13.1.3 Crisi del prodotto

La crisi d'azienda può essere anche legata al ciclo di vita del prodotto; questo potrebbe non incontrare più un positivo riscontro di mercato, in quanto obsoleto, superato da tecnologie o tendenze più attuali o non più rispondente a specifici standard qualitativi. In presenza di un prodotto che non assicura più determinati volumi, si innesca una spirale che parte con la contrazione dei ricavi, passa da una più difficile copertura dei costi fissi e si traduce infine in una perdita di redditività.

Per una corretta gestione della crisi, occorre dunque esaminare le possibili cause delle variazioni nella redditività dei prodotti, in modo tale da individuarne i possibili rimedi. Anzitutto, la redditività risente delle oscillazioni cicliche del mercato: ad una fase economica favorevole si associano spesso margini più elevati; viceversa, una situazione di crisi economica può determinarne una contrazione.

In secondo luogo, occorre considerare che, nel ciclo di vita di un prodotto, la fase c.d. di "maturità" è fisiologica; è dunque necessario adottare un'adeguata strategia di diversificazione ed effettuare investimenti mirati in ricerca e sviluppo, così da essere in grado di assicurare un equilibrato turnover dei prodotti.

Un ulteriore fattore di variazione della redditività di un prodotto può essere rappresentato dall'ingresso di nuovi concorrenti, soprattutto in settori maturi e in assenza di significative barriere all'entrata.

13.2. MANIFESTAZIONE DELLA CRISI E RUOLO DELL'ANALISI DI BILANCIO

L'analisi di bilancio gioca un ruolo di primo piano per accertare lo "stato di avanza-

13. Analisi delle aziende in crisi

13.2. Manifestazione della crisi e ruolo dell'analisi di bilancio

mento” della crisi e pone in luce alcune correlazioni che possono essere utili per dar corso ad azioni di risanamento.

In primo luogo, è bene ricordare che non esistono crisi che presentano risvolti esclusivamente economici o finanziari. La simbiosi fra le due prospettive è tale che, a prescindere dalle cause, entrambe le dimensioni risultano allo stesso modo coinvolte. Ai fini del concreto utilizzo dell'analisi di bilancio, appare dunque necessario individuare uno specifico modello di analisi che risulti funzionale allo scopo. Si tratta cioè di elaborare un sistema capace di rendere evidente, attraverso un'opportuna lettura dei dati contabili ed extra-contabili, lo stato di salute dell'impresa e le leve su cui fare perno per ristabilire condizioni di efficienza.

Occorre pertanto predisporre un adeguato set di informazioni, considerando che l'applicazione e l'interpretazione dei risultati dell'analisi avviene alla luce di una prospettiva che differisce parzialmente da quelle delle imprese *in bonis*. L'analisi di bilancio delle imprese in crisi richiede infatti alcune ben specifiche cautele.

In primo luogo, è necessario avviare una riflessione sulla qualità dei dati contabili. Non è infatti infrequente che, nei periodi antecedenti al concludersi di uno stato di crisi, gli amministratori incoraggino un maquillage del bilancio per rendere meno evidente una situazione di tensione, che potrebbe allarmare o, comunque, mettere sulla difensiva il sistema bancario e i fornitori. Si tratta, ben inteso, di un rischio potenziale, che deve essere giudicato con estrema attenzione.

Le fattispecie cui prestare maggiore attenzione sono le seguenti:

- incrementi di costi capitalizzati, soprattutto tra le immobilizzazioni immateriali;
- valore delle partecipazioni sensibilmente e immotivatamente più elevato rispetto a quello che emergerebbe dall'applicazione del metodo del “patrimonio netto”;
- fondo svalutazione crediti o perdite su crediti di modesta entità, rispetto all'ageing dei medesimi, soprattutto quando la dilazione concessa eccede significativamente quella mediamente riscontrabile nel passato;
- significativo incremento delle rimanenze, a parità di volume di affari.

La manifestazione di una o più di queste circostanze non è necessario segnale di scarsa significatività del dato contabile, ma è buona regola tenerne debito conto. L'eventuale presenza di un organo di controllo (società di revisione, collegio sindacale, revisore unico, ecc.) può fornire maggiori garanzie sulla “qualità” delle voci di bilancio.

In secondo luogo, entrando più nel merito dell'analisi vera e propria, è preferibile selezionare un ridotto numero di indici, purché essi siano significativi e sintetizzino al meglio i rapporti più sintomatici tra le dinamiche patrimoniali, economiche e finanziarie. Ciò anche in considerazione del fatto che il modello interpretativo, per essere effettivamente utile, deve risultare di immediata applicazione.

In terzo luogo, tali indici devono essere letti in una prospettiva storica. Occorre cioè non limitarsi all'esame della situazione più recente, ma ampliare l'angolo visuale considerando l'evoluzione che i dati hanno avuto nel corso del tempo, al fine di riscontrare elementi utili a spiegare la genesi e l'evolversi della crisi.

In quarto luogo, sempre in un'ottica comparativa, i dati devono essere messi a confronto con quelli dei principali concorrenti., al fine di accertare se l'impasse sia esclusivamente ascrivibile all'impresa target o se, invece, coinvolga l'intero comparto.

Infine, l'analisi di bilancio è tanto più efficace per accertare la gravità di uno stato di crisi, quanto più essa è fondata su dati aggiornati. Qualora l'indagine avvenga in tempi non prossimi alla chiusura dell'ultimo esercizio, è bene far predisporre un bilancio infrannuale completo che assicuri un feed-back aggiornato e tempestivo.

13.3. L'ANALISI DELLE PROSPETTIVE

Per quanto la gestione debba essere interpretata in una chiave unitaria, l'analisi di bilancio può essere approfondita a più livelli, ciascuno dei quali fornisce una diversa informazione secondo la prospettiva che gli è propria:

- patrimoniale;
- finanziaria;
- economica.

Per quanto è solo attraverso una lettura congiunta delle varie dinamiche che si perviene ad un giudizio globale e coerente, è possibile, per ciascun ambito, identificare le variabili da controllare con maggiore attenzione e delineare, sulla base di queste, possibili drivers di intervento.

Naturalmente, "sapere" non è sinonimo di "agire"; pur nella consapevolezza, non sempre il management ha la facoltà di incidere in modo proattivo su tutte le leve che possono condurre ad un percorso di turnaround.

13.4. LA PROSPETTIVA PATRIMONIALE

Come si presenta, da un punto di vista patrimoniale, il bilancio di un'impresa in crisi? Per quanto non si semplice generalizzare, vi sono alcune costanti ricorrenti:

- la contrazione del volume di affari può causare una riduzione delle attività circolanti; i crediti diminuiscono in proporzionalmente al fatturato (salvo la presenza di situazioni "incagliate") e altrettanto avviene per gli acquisti di materie prime e di semilavorati;
- gli investimenti in attività non correnti possono subire un rallentamento (se non un vero e proprio stop); la battuta di arresto nella fisiologica rotazione degli assets rischia sovente di provocare obsolescenza e, conseguentemente, una perdita complessiva di efficienza sul piano gestionale;
- le disponibilità liquide si assottigliano e cresce il fabbisogno finanziario, soprattutto per fare fronte agli impegni di breve periodo;
- i debiti finanziari tendono ad aumentare e non sempre vi è il modo o la possibilità di selezionare le fonti più adeguate in un'ottica di medio termine; non è infatti raro che siano sottoscritti finanziamenti onerosi e a breve scadenza per arginare le esigenze temporanee, senza un'adeguata riflessione sull'impatto che questi potranno produrre sulle dinamiche complessive;
- può essere più complesso rispettare le scadenze con i fornitori, con un conseguen-

13. Analisi delle aziende in crisi

13.4. La prospettiva patrimoniale

te peggioramento delle condizioni di approvvigionamento (sulle quantità, sulle forme di pagamento, sulle garanzie richieste);

- il margine di contribuzione unitario tende a diminuire e non è scontato assicurare costantemente la copertura dei costi fissi; peraltro, l'eventuale taglio dei costi trova sfogo, solitamente, sugli investimenti strutturali e sul personale, minando così, in modo ancora maggiore, il ciclo gestionale.

Il rapido concatenarsi degli eventi innesca talvolta una spirale che assume una velocità sempre maggiore e che, superata una certa soglia, è difficilmente governabile. Un attento monitoraggio della situazione patrimoniale non scongiura evidentemente questo rischio, ma permette di coordinare le politiche di intervento secondo una logica coerente e volta a salvaguardare al meglio l'operatività dell'azienda. In particolare, è consigliabile approfondire più nel dettaglio:

- a) l'analisi della liquidità;
- b) l'analisi della solidità;
- c) gli indicatori da monitorare a livello patrimoniale.

13.4.1 L'analisi della liquidità nelle imprese in crisi

L'analisi della liquidità, si ricorda, è finalizzata ad evidenziare la capacità di fare fronte agli impegni di breve periodo, rappresentati da debiti di funzionamento e di finanziamento, attraverso l'utilizzo del capitale circolante, costituito da disponibilità liquide, crediti e rimanenze.

In particolare, è opportuno esaminare con maggior dettaglio i seguenti ambiti:

- analisi degli equilibri a breve;
- analisi del ciclo commerciale;
- analisi del ciclo finanziario.

Analisi degli equilibri a breve

Gli equilibri a breve possono essere esaminati attraverso:

- il margine di tesoreria e il correlato indice di liquidità;
- il capitale circolante netto e il correlato indice di disponibilità.

Il margine di tesoreria, si ricorda, serve ad evidenziare la capacità di far fronte agli impegni di breve periodo con le risorse disponibili ed è giudicato positivamente quando è maggiore di zero. Quando invece esso è negativo significa che, in caso di richiesta di rientro delle somme dovute a fornitori e finanziatori, l'impresa non è in grado di assolvere al proprio impegno.

Il capitale circolante netto (CCN) è un margine che presenta caratteristiche simili a quello di tesoreria, ma considera fra le attività correnti anche le rimanenze. Valori maggiori di zero indicano capacità di creare liquidità e pertanto di assolvere alle obbligazioni assunte; valori inferiori attestano invece una situazione di impasse finanziario.

Un capitale circolante netto negativo assume una valenza più critica rispetto ad un margine di tesoreria negativo, almeno per due ragioni.

Anzitutto, ciò dimostra che nemmeno attraverso la potenziale cessione delle rimanenze

i creditori sociali sarebbero soddisfatti nel breve periodo. In secondo luogo, l'eventualità di dismetterle è del tutto teorica, atteso che ciò produrrebbe un impatto negativo sull'operatività aziendale e comprometterebbe le dinamiche del ciclo produttivo.

I margini in questione devono essere interpretati alla luce delle caratteristiche del business e del settore, perché possono esservi casi in cui i risultati differiscono anche in modo significativo rispetto alla soglia teorica di riferimento.

Analisi del ciclo commerciale

Il ciclo commerciale riguarda le dinamiche inerenti all'incasso dei crediti, al pagamento dei debiti e alla rotazione delle rimanenze; esso è strettamente correlato alle attività svolte e cambia da business a business in base alle politiche commerciali che ne regolano i rapporti.

In linea di massima, si raggiunge la migliore efficienza quando i tempi di incasso sono più brevi rispetto a quelli di pagamento; questo permette di creare la liquidità necessaria per fare fronte ai propri impegni garantendo un margine di sicurezza. La scelta, tuttavia, è solo in parte dipendente dalla volontà del management e la conoscenza del ciclo commerciale è utile per gestire consapevolmente i rapporti con i vari stakeholders e suddividere adeguatamente le scadenze.

Il ciclo commerciale, come visto in precedenza, può essere scomposto in tre componenti elementari:

- i giorni di dilazione media concessa ai clienti (turnover dei crediti);
- i giorni di dilazione media ottenuta dai fornitori (turnover dei debiti);
- la giacenza media delle rimanenze (turnover delle rimanenze).

La somma algebrica definisce la durata media del ciclo commerciale. Più breve è la durata, maggiori sono i cicli produttivi che un'impresa può svolgere in un anno e, pertanto, più elevato è il suo turnover complessivo. Più estesa, è la durata, invece, maggiore è il rischio di soffrire di "affanno finanziario", che tende ad amplificarsi in presenza di una congiuntura negativa.

Per quanto sia difficile generalizzare, è frequente che una crisi inneschi una contrazione del volume di affari e della liquidità, e non necessariamente in questo ordine, producendo contraccolpi con un "effetto domino" su tutto il ciclo produttivo.

Lo schema che segue ripercorre un tipico meccanismo causa-effetto che si manifesta in presenza di impasse sul piano economico-finanziario.

Sul fronte degli approvvigionamenti, tutto prende avvio con una maggiore difficoltà ad acquisire materie prime, in quanto i fornitori, nel timore di vedere i propri crediti non saldati, tendono a ridurre le quantità e a imporre tempi più stretti di dilazione (fino ad arrivare al pagamento a pronti).

La riduzione di materie prime non consente di evadere con regolarità gli ordini e si traduce in un ritardo delle consegne che può essere fronteggiato solo aumentando gli sconti (con conseguente effetto negativo sulla marginalità) e/o estendendo i tempi di dilazione del credito (con conseguente effetto negativo sulla liquidità a breve). Nel perdurare di tali circostanze, esiste un elevato rischio che i clienti si rivolgano altrove per soddisfare le proprie esigenze.

Nel caso poi in cui il credito sia oggetto di anticipo bancario (consuetudine ampiamente

13. Analisi delle aziende in crisi

13.4. La prospettiva patrimoniale

diffusa), un ritardo nei tempi di incasso rischia di allarmare il sistema creditizio, che potrebbe stabilire la riduzione o il rientro degli affidamenti.

La contrazione del volume di vendite, a sua volta, riduce la liquidità e compromette ulteriormente il rapporto con i fornitori, i quali, se non soddisfatti, possono dar vita ad azioni volte al recupero degli importi dovuti, alla riduzione degli approvvigionamenti, all'interruzione del rapporto commerciale, alla messa in mora e, in casi più gravi, alla presentazione di un'istanza di fallimento.

Quanto appena descritto rappresenta un tipico caso di progressivo peggioramento delle dinamiche aziendali, che è strettamente legato alla gestione del ciclo commerciale e degli approvvigionamenti.

Analisi del ciclo finanziario

Il ciclo finanziario risente rapidamente del peggioramento del ciclo commerciale, in quanto esso rappresenta il "motore" che innesca il movimento di moneta: il pagamento dei dipendenti, il rimborso di un mutuo, la corresponsione delle imposte, ecc. dipendono sempre, in ultima istanza, dalla capacità di creare liquidità nel core business. L'ammontare della liquidità e la sua variazione nel tempo costituiscono, infatti, importanti segnali sull'andamento complessivo della gestione.

In particolare, in una situazione di crisi, occorre tenere sotto controllo alcuni indicatori che correlano l'ammontare della liquidità corrente (ciclo finanziario attivo) e dei debiti finanziari (ciclo finanziario passivo) ad altre grandezze di bilancio. Più nel dettaglio, si segnalano:

- a) il cash coverage delle attività;
- b) cash coverage delle passività correnti o "cash ratio";
- c) cash coverage dei ricavi;
- d) il Debt-Service Coverage ratio (DSCR);
- e) lo short term Debt-to-Sales ratio;
- f) o short term Debt-to-Ebitda ratio.

Per un esame approfondito di ciascuno di questi rapporti, si rinvia al Capitolo 5.

13.4.2 L'analisi della solidità nelle imprese in crisi

L'analisi della solidità è essenzialmente finalizzata ad investigare le condizioni di equilibrio ai vari livelli della gestione. Per solidità, nel caso di un'impresa in crisi, si intende l'attitudine a presentare una struttura equilibrata in rapporto alle caratteristiche del contesto competitivo e in relazione ai seguenti aspetti:

- composizione delle fonti;
- correlazione tra impieghi e fonti;
- correlazione tra fonti e redditività.

Composizione delle fonti

La composizione delle fonti è finalizzata ad investigare l'equilibrio fra mezzi interni ed esterni; dal momento che esso è strettamente dipendente dalle caratteristiche del busi-

ness, è imprescindibile il riferimento ai dati settoriali. In particolare, nelle imprese che presentano uno stato di crisi, è opportuno monitorare costantemente:

- a) l'Equity ratio, o indice di autonomia finanziaria;
- b) il rapporto Debt-to-Equity (D/E).

L'Equity ratio, si ricorda, è pari al rapporto fra Patrimonio netto e totale delle fonti; esso evidenzia quanta parte degli investimenti è complessivamente coperta da mezzi propri e, pertanto, esprime il livello di autosufficienza di una società.

Per quanto le politiche di indebitamento dipendano in buona parte dalle caratteristiche del settore, dal livello degli investimenti mediamente richiesti e dal loro turnover, è probabile che il livello di autonomia finanziaria sia alquanto contenuto.

Superato un certo stadio critico della crisi, è ipotesi frequente che l'elevato indebitamento non serva tanto a finanziare gli investimenti, quanto a ripagare il debito precedentemente assunto, innescando così un "loop" estremamente rischioso per la sopravvivenza stessa dell'impresa.

Il rapporto Debt-to-Equity (D/E) si origina dal confronto tra la posizione finanziaria netta e il patrimonio netto e indica quante volte i finanziamenti netti a titolo oneroso siano superiori ai mezzi propri; maggiore è il risultato del rapporto, più elevata è l'esposizione nei confronti dei terzi.

Un dato sintomatico di uno stato di crisi è il progressivo incremento del rapporto in questione; mediamente, quando esso è superiore del 30%-40% rispetto alle medie settoriali, si riducono drasticamente le possibilità di un turnaround.

Correlazione tra impieghi e fonti

In una situazione di crisi tende a venire meno la proporzione che dovrebbe sussistere tra investimenti e finanziamenti e che, normalmente, vede gli "impieghi non correnti" finanziati con "fonti non correnti" e "impieghi correnti" finanziati con "fonti correnti".

In linea di massima, possono profilarsi due situazioni alternative. Può accadere, come prima ipotesi, che le fonti non correnti finanzino sia le attività non correnti che parte di quelle correnti. Ciò significa che una porzione di attività a breve è coperta da fonti di lungo periodo. Come seconda ipotesi, al contrario, può verificarsi che le fonti correnti finanzino sia le attività correnti che parte di quelle non correnti. Ciò significa che una porzione di attività a lungo è coperta da fonti di breve periodo. In entrambi i casi si è in presenza di fattispecie in cui la correlazione tra fonti e impieghi non è del tutto equilibrata. È comunque evidente che la prima situazione è più sostenibile, in quanto gli impieghi correnti sono coperti in parte da una fonte che: *a)* presenta una scadenza più lontana nel tempo; *b)* è meno costosa in termini di oneri finanziari.

Nelle aziende in crisi non è raro che una parte del finanziamento a breve, per sopperire ad esigenze contingenti, sia impiegata anche per far fronte ad investimenti strutturali e che l'equilibrio tra fonti e impieghi non sia puntualmente rispettato.

Correlazione tra fonti e redditività

La leva finanziaria, ovvero il ricorso all'indebitamento, rappresenta per un'impresa il volano per ampliare il proprio giro di affari e per raggiungere determinati livelli di fatturato. È dunque evidente che, almeno fino ad un certo punto, i mezzi di terzi

13. Analisi delle aziende in crisi

13.4. La prospettiva patrimoniale

rappresentano una risorsa imprescindibile per incrementare le potenzialità di sviluppo e per assicurare una soddisfacente redditività. Superata una certa soglia, tuttavia, tale leva produce un effetto perturbativo.

Esiste infatti un limite fisiologico al di là del quale il finanziamento esterno riduce la sua spinta propulsiva ed erode la marginalità economica per effetto degli oneri. Conseguentemente, l'imprenditore deve monitorare con attenzione il rapporto che esiste tra indebitamento e ricavi e tra risultati operativi e costi finanziari. A tal fine, è opportuno tenere sotto osservazione i seguenti indicatori:

- il Debt-to-Sales ratio;
- il Debt-to-Ebitda ratio;
- l'Interest coverage ratio.

13.4.3 Gli indicatori da monitorare a livello patrimoniale

Nell'ambito della crisi d'impresa esistono, a livello patrimoniale, alcuni indicatori che è necessario monitorare con estrema attenzione. In particolare, essi riguardano le seguenti aree (*Tavola 13.1*):

- gestione operativa non corrente;
- gestione operativa corrente;
- gestione finanziaria complessiva;
- gestione finanziaria corrente.

Tavola 13.1 - Le aree critiche a livello patrimoniale

Area	Driver e soglie ottimali
Gestione operativa non corrente	$(PN + Pnc - Anc) > 0$
Gestione operativa corrente	$CCN_{op} > 0$
Gestione finanziaria complessiva	$PN / \text{Totale fonti} > 50\%$
Gestione finanziaria corrente	$FCOC - \text{Debiti fin.} - \text{Oner fin.} > 0$

La *gestione operativa non corrente* rileva principalmente ai fini dell'equilibrio fonti/impieghi: i drivers da monitorare sono il patrimonio netto (PN), le passività non correnti (Pnc) e le attività non correnti (Anc). Nel caso in cui PN e Pnc siano superiori a Anc, si raggiunge uno stato di equilibrio in quanto una parte del ciclo gestionale a breve è finanziato con fonti a scadenza più lontana nel tempo.

La *gestione operativa corrente* vede come driver i principali componenti del capitale circolante operativo netto (CCN_{op}), vale a dire rimanenze, crediti e passività commerciali. Un valore superiore a zero sottintende la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni.

La *gestione finanziaria complessiva* è sintetizzata dall'indice di autonomia, che evidenzia il peso del patrimonio netto rispetto al totale delle fonti. Una soglia pari almeno al 50% denota una buona capacità di coprire gli investimenti con mezzi propri e attesta, indirettamente, la volontà di generare autofinanziamento.

La *gestione finanziaria corrente* vede come driver il flusso di cassa operativo corrente

(FCOC), i debiti e gli oneri finanziari. Se il FCOC assicura il pagamento degli interessi passivi e il rimborso del capitale preso a prestito, significa che l'azienda presenta una struttura gestionale proporzionata alle fonti di finanziamento a titolo oneroso.

13.5. LA PROSPETTIVA ECONOMICA

L'analisi del Conto economico mira a verificare l'attitudine dell'impresa a produrre un reddito sufficiente a coprire i costi, a generare profitti e a remunerare il capitale investito ad un tasso che sia adeguato rispetto ai seguenti fattori:

- a) rischio operativo;
- b) livello di indebitamento;
- c) ammontare e qualità del capitale;
- d) contesto di riferimento;
- e) andamento economico generale;
- f) orizzonte temporale.

A livello di Conto economico, solitamente, una crisi produce (e al contempo determina) le seguenti conseguenze:

- maggiore assorbimento dei ricavi;
- contrazione dei ricavi e del reddito.

13.5.1 L'impatto della crisi sui ricavi e sul reddito

I ricavi di esercizio, come già ricordato, costituiscono il motore dell'impresa, in quanto producono l'energia necessaria (ovvero le risorse) per fare fronte ai costi della gestione. È importante conoscere il modo con cui i ricavi sono assorbiti dalle voci che compongono il Conto economico per acquisire coscienza del peso che i vari aggregati assumono nelle dinamiche aziendali. A tal fine, può essere di ausilio un esempio che riporti il prospetto riclassificato secondo la logica "a valore aggiunto" in termini percentuali:

Conto economico	1	%	Δ	2	%	Δ	3	%
Valore aggiunto	100.000	100,00%	(10,00%)	90.000	100,00%	(10,00%)	81.000	100,00%
Costi per materie prime	(35.000)	35,00%	(7,43%)	(32.400)	36,00%	(4,32%)	(31.000)	38,27%
Costi per servizi	(15.000)	15,00%	(6,67%)	(14.000)	15,56%	(14,29%)	(12.000)	14,81%
Costi godimento beni di terzi	(8.000)	8,00%	0,00%	(8.000)	8,89%	(25,00%)	(6.000)	7,41%
Valore aggiunto	42.000	42,00%	(15,24%)	35.600	39,56%	(10,11%)	32.000	39,51%
Costi per il personale	(25.000)	25,00%	3,20%	(25.800)	28,67%	0,78%	(26.000)	32,10%

13. Analisi delle aziende in crisi

13.5. La prospettiva economica

Conto economico	1	%	Δ	2	%	Δ	3	%
Ebitda	17.000	17,00%	(42,35%)	9.800	10,89%	(38,78%)	6.000	7,41%
Ammortamenti e accantonati	(10.000)	10,00%	0,00%	(10.000)	11,11%	0,00%	(10.000)	12,35%
Ebit	7.000	7,00%	(102,8%)	(200)	(0,22%)	1.900,0%	(4.000)	(4,94%)
Proventi finanziari	100	0,10%	0,00%	100	0,11%	0,00%	100	0,12%
Oneri finanziari	(4.500)	4,50%	28,89%	(5.800)	6,44%	24,14%	7.200	8,89%
Risultato ante imposte	2.600	2,60%	(326,9%)	(5.900)	(6,56%)	88,14%	(11.100)	(13,7%)
Imposte dell'esercizio	(702)	0,70%	(67,81%)	(226)	0,25%	132,74%	526	0,65%
Risultato netto	1.898	1,90%	(422,7%)	(6.126)	(6,81%)	89,78%	(11.626)	(14,3%)

Da un esame dei valori si rileva che, già a partire dal secondo esercizio, si manifesta una situazione di possibile crisi, attestata da una redditività negativa sia a livello operativo che totale.

La riduzione della marginalità, a prima vista, potrebbe essere imputabile alla contrazione di fatturato, che passa da 100.000 euro a 81.000 euro. Tuttavia, esaminando i valori percentuali, è immediato accertare che concorrono ulteriori cause.

Ad esempio, l'incidenza dei costi per materie prime sui ricavi tende ad aumentare; ciò può essere imputabile a vari fattori, quali la parziale perdita di potere di acquisto (che si riflette sulle condizioni contrattuali), un maggior costo di approvvigionamento, minore efficienza produttiva, ecc. Un'incidenza ancora maggiore è registrata per il personale, un costo tipicamente stabile e insensibile (salvo misure di mobilità) alla variazione del fatturato. Gli oneri finanziari si incrementano a causa della maggiore esposizione con le banche e fanno pertanto segnare un'incidenza in costante aumento.

In termini generali, l'esame di come i ricavi sono assorbiti dai costi della gestione nel corso del tempo permette di comprendere le dinamiche inerenti al comportamento dei costi fissi e variabili, nonché la loro incidenza rispetto al fatturato totale.

Allo stesso tempo, anche la variazione degli importi fra due esercizi consecutivi fornisce informazioni significative. Ad esempio, in termini assoluti il risultato netto diminuisce di 8.038 euro dal primo al secondo anno e di 5.500 euro dal secondo al terzo. Apparentemente ciò non sembra sottintendere una differenza sostanziale, ma, calcolando la variazione percentuale, ciò si traduce in - 431,78% dal primo al secondo anno e in - 89,05% dal secondo al terzo; si tratta di proporzioni del tutto differenti che il valore assoluto non pone nella giusta enfasi.

Mettendo da parte l'esempio, un ulteriore segnale di crisi a livello economico è rappresentato dalla contrazione dei ricavi e, conseguentemente, del reddito. Le cause

possono essere ricercate in politiche di pricing inadeguate rispetto a quelle della concorrenza, in prodotti che hanno perso parte del loro appeal, nella difficoltà a garantire determinati volumi, ecc. La riduzione di fatturato innesca conseguenze che si ripercuotono a cascata su voci e aggregati del Conto economico.

Anzitutto, la copertura dei costi fissi si fa più complessa, in quanto essi prescindono dai volumi produttivi. Infatti, in una situazione di crisi, il margine di contribuzione, dato dalla differenza tra ricavi e costi variabili, tende ad assottigliarsi; conseguentemente si riduce la disponibilità residuale per far fronte ai costi fissi della struttura e del personale. A questo riguardo, è bene aver presente che non esiste proporzionalità tra riduzione del fatturato e diminuzione del risultato dell'esercizio. In altre parole, se i ricavi operativi diminuiscono del 10%, il reddito non si riduce automaticamente del 10%, ma, in base al totale dei costi fissi, gli effetti possono essere non proporzionali.

Il seguente esempio può essere utile per chiarire il concetto.

Si ipotizzi che un'impresa presenti un fatturato di 1.000 euro; i costi variabili sono pari al 40% dei ricavi (400 euro) e i costi fissi ammontano a 550 euro; il reddito è dunque di 50 euro:

	Ipotesi 1	Ipotesi 2	Variazione
Ricavi	1.000	900	-10%
Costi variabili	400	360	-10%
Costi fissi	550	550	0%
Reddito	50	-10	-120%

Se i ricavi diminuiscono del 10% (900 euro), i costi variabili si riducono in proporzione, ma, a parità di costi fissi, il reddito diminuisce da + 50 euro a -10 euro, con una contrazione del -120%. Per recuperare il pareggio (break even point), sarebbe necessario:

- intervenire sui ricavi, attuando un'analisi di sensitività volta a stabilire il giusto trade-off tra prezzi di vendita e volumi;
- ridurre l'entità dei costi fissi.

Solitamente, in una situazione di crisi, la soluzione che produce benefici più immediati è proprio la riduzione di costi fissi, che si sostanzia spesso nella dismissione di assets, nella messa in mobilità di dipendenti o nella focalizzazione sul core business, tralasciando eventuali ambiti di intervento giudicati accessori. È bene procedere con estrema cautela, in quanto la perdita di un fattore critico di successo (un marchio, un impianto, un dipendente particolarmente qualificato) si può ripercuotere in maniera negativa sul piano della competitività e su quello sociale, producendo serie conseguenze sull'operatività complessiva dell'impresa.

13.5.2 L'impatto della crisi sugli indicatori economici

In una situazione di crisi avviene sovente che parte degli indicatori economici presenti un valore negativo a causa delle perdite che possono manifestarsi a livello complessivo della gestione o a livello di aggregati intermedi. Dal momento che un indice che

13. Analisi delle aziende in crisi

13.5. La prospettiva economica

esprime un risultato inferiore a zero non ha alcun significato sul piano interpretativo, è probabile che non sia possibile determinare tutti i rapporti che sono illustrati nel Capitolo 8. Tanto premesso, occorre approfondire:

- l'analisi della redditività;
- l'analisi delle coperture.

Analisi della redditività

L'analisi della redditività mira sostanzialmente a verificare se la gestione caratteristica di un'impresa presenta condizioni di equilibrio tra risultato economico ed investimento effettuato.

In tal senso, può essere utile esaminare come i tradizionali indicatori economici tendono a modificarsi per effetto di una crisi.

Il *Return On Equity* (ROE), pari al rapporto tra risultato dell'esercizio e patrimonio netto, misura la remunerazione del capitale apportato dai soci e, indirettamente, riflette la rischiosità legata all'investimento. In un'impresa in crisi il ROE è solitamente negativo, in quanto il primo margine ad essere eroso in una fase di congiuntura sfavorevole è proprio il reddito di esercizio. Tale circostanza, di per sé, non deve essere necessariamente interpretata come un dato allarmante, soprattutto se esistono prospettive di turnaround nel breve termine e se l'ammontare della perdita non è rilevante in proporzione alle dimensioni aziendali.

Il *Return On Assets* (ROA), pari al rapporto tra l'Ebit e il totale delle attività, esprime la capacità del risultato operativo di remunerare gli investimenti effettuati. Se tale rapporto è positivo significa che la gestione caratteristica opera in condizioni di efficienza e che le fonti della crisi, a livello economico, debbono essere imputate a cause finanziarie o straordinarie. Se invece il rapporto è negativo, la gestione caratteristica non è dotata di adeguata autosufficienza e occorre implementare in tempi rapidi politiche di turnaround volte al recupero della redditività del core business.

L'*Ebit margin*, o *Return On Sales* (ROS), pari al rapporto tra Ebit netto (MON) e ricavi, esprime la redditività delle vendite, vale a dire quanta parte del fatturato è assorbita dalla gestione operativa e, pertanto, quanto ne residua per fare fronte ai proventi e agli oneri delle altre aree gestionali. L'Ebit margin segna uno spartiacque critico. Se la gestione operativa ha assorbito risorse in eccesso a quelle consentite dal livello di fatturato, i ricavi possono non essere sufficienti a soddisfare le esigenze delle altre aree gestionali, con la conseguenza di compromettere anche il risultato economico finale.

Il *Turnover*, pari al rapporto tra ricavi e attività operative, evidenzia la capacità di sfruttare al meglio gli investimenti effettuati e fornisce un dato che deve essere posto a confronto con quello dei diretti competitors. Nelle imprese in crisi tale rapporto può essere condizionato da due circostanze. Da un lato, gli investimenti tendono a ridursi per effetto della contrazione della liquidità e del più difficile accesso al mercato del credito; dall'altro, la struttura aziendale tende a perdere efficienza nel sinergico e proficuo utilizzo delle risorse.

Il *Return On Debt* (ROD), pari al rapporto tra gli oneri finanziari e i debiti finanziari, esprime il costo medio del capitale preso a prestito a titolo oneroso. Nelle imprese che versano in stato di crisi il costo del capitale di terzi tende ad aumentare per effetto delle

disposizioni introdotte da Basilea, dal momento che una congiuntura negativa provoca un peggioramento del rating presso il sistema creditizio e un conseguente innalzamento dei tassi di interesse.

Analisi delle coperture

L'analisi delle coperture serve sostanzialmente a verificare l'attitudine dei risultati economici a fronteggiare gli impegni assunti con le banche, vale a dire la capacità di restituire il capitale e corrispondere gli interessi.

In tale ambito è opportuno monitorare con attenzione l'*Interest coverage ratio*, che è pari al rapporto tra Ebitda e oneri finanziari ed esprime il grado di copertura che ad essi è fornito dal risultato operativo lordo. Si tratta comunque di una disponibilità indicativa, dal momento che lo sfasamento tra manifestazione finanziaria ed economica rende l'Ebitda solo parzialmente idoneo ad evidenziare la capacità di soddisfare i finanziatori esterni.

I valori del rapporto possono variare in base al settore, anche se evidenze empiriche mostrano che solitamente tale indice dovrebbe essere superiore a 5. Esso può attestarsi a livelli più bassi nel caso in cui l'ammontare dei costi non monetari sia mediamente contenuto.

13.5.3 Gli indicatori da monitorare a livello economico

Le politiche di turnaround dipendono in parte dalle potenzialità interne all'azienda e in parte dalle caratteristiche del contesto competitivo. Per tale ragione non esistono preordinati meccanismi di intervento volti a migliorare le dinamiche reddituali. Cionondimeno, è bene monitorare con attenzione alcune relazioni inerenti alle seguenti aree (*Tavola 13.2*):

- redditività operativa;
- redditività ordinaria;
- redditività delle vendite;
- rotazione delle attività;
- limite di indebitamento.

Tavola 13.2 - Le aree critiche a livello economico

Area	Driver e soglie ottimali
Redditività operativa	Ebit > 0
Redditività ordinaria	Ebit - Oneri fin. > 0
Redditività delle vendite	Ebit/Ricavi > 0
Rotazione delle attività	Ricavi -Totale Attività > 0
Limite di indebitamento	ROI - ROD = 0

La *redditività operativa* esprime l'autosufficienza di un'impresa e la capacità di affrontare autonomamente la crisi. Nel breve periodo tale relazione può essere minore di zero, ma deve trattarsi di una circostanza temporanea. Infatti, il processo di turnaround

13. Analisi delle aziende in crisi

13.6. La prospettiva finanziaria

deve consentire un rapido recupero di competitività, che si manifesta proprio a partire dalla gestione operativa.

La *redditività ordinaria*, nelle situazioni di crisi, è sovente compromessa a causa dell'incidenza degli oneri finanziari. Essa deve essere interpretata anche alla luce del rapporto di indebitamento, vale a dire della proporzione tra mezzi propri e mezzi di terzi; laddove questi ultimi siano marcatamente superiori, una parte significativa del fatturato è costretta a lavorare al servizio del debito.

La *redditività delle vendite* esprime il livello dell'efficienza aziendale, ovvero la parte residuale dei ricavi non assorbita dalla gestione corrente. Negli stati di crisi, tende a manifestarsi un'incidenza dei costi operativi più che proporzionale a causa delle distorsioni gestionali che una situazione di impasse generalizzata comporta.

La *rotazione delle attività* misura la capacità di ricostruire il capitale investito per effetto dei ricavi. Un elevato turnover produce un effetto volano sulle dinamiche aziendali, in quanto assicura una buona propensione a "far girare" gli investimenti.

Infine, il *limite di indebitamento* è tenuto sotto controllo dalla relazione fondamentale della formula della leva finanziaria; qualora la redditività degli investimenti operativi sia superiore al costo sostenuto per finanziarla, esiste margine di manovra per un ulteriore indebitamento. In una situazione di crisi è necessario monitorare attentamente tale relazione; nel caso di ROA negativo, significa che l'impresa sostiene una struttura finanziaria più onerosa rispetto a quella che è in grado di permettersi, con il rischio (non remoto) di inescare "loop" che possono condurre a condizioni di irreversibili impasse finanziari.

13.6. LA PROSPETTIVA FINANZIARIA

Il flusso di cassa, ricordiamo, può essere definito come il saldo fra le entrate e le uscite della gestione riferite ad un certo arco temporale, solitamente rappresentato da un esercizio amministrativo.

Se le entrate sono maggiori delle uscite, si è in presenza di un flusso positivo. Esso indica che l'azienda è in grado di realizzare e distribuire un beneficio grazie al suo ciclo gestionale; la produzione di liquidità rappresenta infatti la linfa vitale per remunerare coloro che apportano il capitale (proprio e di terzi) e per alimentare nuovi investimenti. Nel caso invece in cui le uscite siano maggiori delle entrate, l'azienda non produce sufficiente liquidità; per fare fronte ai propri impegni deve pertanto attingere a nuovi mezzi finanziari o cedere parte degli impieghi.

Dal momento che un'impresa in crisi soffre principalmente di mancanza di liquidità, la conoscenza delle dinamiche finanziarie permette di individuare le aree che drenano mezzi monetari e attivare politiche di intervento adeguate.

13.6.1 Le aree critiche del rendiconto finanziario

Rimandando al Capitolo 7 per una panoramica più completa sul rendiconto finanziario, si segnalano in questa sede le aree da monitorare con maggiore attenzione:

- il capitale circolante netto operativo;
- il flusso di cassa operativo.

Il capitale circolante netto operativo

Nelle imprese in crisi il CCN_{op} è soggetto a subire un incremento, in quanto, tendenzialmente, la liquidità generata dal circolante è inferiore rispetto a quella assorbita. Pur essendo complesso generalizzare, è possibile delineare, in un contesto produttivo, le dinamiche delle poste che compongono il CCN_{op} ipotizzando una situazione di tensione finanziaria mediamente avanzata.

Il primo passo, sovente, si manifesta nel ritardato pagamento dei debiti verso il sistema bancario, verso i fornitori e verso le amministrazioni dello Stato (erario e enti previdenziali). Oltre una certa soglia, che varia in funzione della dimensione aziendale e del settore, scattano segnali di allarme che portano i creditori a esigere gli importi dovuti, con conseguenze sul piano operativo facilmente ipotizzabili.

I fornitori possono ridurre o sospendere l'approvvigionamento di merci. Ciò comporta immediatamente una contrazione delle rimanenze e, in seconda istanza, determina un calo della produzione che si traduce, in termini economici, in una riduzione del fatturato. Dal momento che l'impresa deve comunque sostenere un determinato volume di costi fissi, l'Ebit subisce una riduzione più che proporzionale rispetto a quella dei ricavi; tale circostanza produce una contrazione della liquidità complessiva.

Il sistema bancario, da parte sua, può chiedere il rientro dell'affidamento concesso o ridurre drasticamente le linee di credito eventualmente sottoutilizzate. Ciò, oltre a implicare una riduzione di mezzi finanziari, rende più complesse le normali operazioni commerciali (presentazione di ricevute bancarie, di effetti allo sconto, ecc.) che permettono di anticipare una parte della liquidità. È comunque opportuno evidenziare che i debiti finanziari non influiscono sul CCN_{op} , in quanto sono compresi nella "parte bassa" del rendiconto finanziario (cioè nel flusso di cassa al servizio del debito).

Il mancato pagamento di contributi e imposte produce automaticamente l'applicazione di sanzioni e interessi che incrementano ulteriormente l'esposizione nei confronti delle amministrazioni dello Stato.

I crediti verso clienti, oltre a ridursi per il fisiologico venir meno di fatturato, potrebbero essere riscossi con maggiore difficoltà, dal momento che gli equilibri dei tradizionali rapporti commerciali tendono a deteriorarsi.

Il quadro testé delineato, per quanto semplicistico nei vari passaggi, tratteggia un possibile sviluppo di una situazione di crisi sulle poste del CCN_{op} : il risultato, in ultima analisi, si sostanzia in una forte contrazione di liquidità e nella difficoltà di attingere risorse dall'esterno.

Il flusso di cassa operativo

Per pervenire al flusso di cassa operativo (FCO) occorre calcolare la variazione degli investimenti in attività materiali e immateriali. Se il FCO ha saldo positivo, significa che l'impresa crea liquidità a livello di gestione operativa e che è dunque in grado di far fronte ad ulteriori uscite legate ad operazioni che riguardano altre aree gestionali. Se il

13. Analisi delle aziende in crisi

13.6. La prospettiva finanziaria

saldo è invece negativo, si palesa un fabbisogno finanziario, che attesta l'incapacità di svolgere la gestione in condizioni di equilibrio.

In un'impresa in crisi, solitamente, è più probabile prevedere una dismissione piuttosto che un incremento di assets. Uno dei primi tentativi volti a contenere il drenaggio di liquidità sul fronte del circolante consiste proprio nel cedere gli investimenti non strategici, se ve ne sono, e comunque ad alleggerire la struttura aziendale, anche per contenere gli effetti della riduzione di fatturato.

Il processo di dismissione può essere reso complesso dal timore di azioni revocatorie in ipotesi di una situazione pre-fallimentare. In ogni caso, anche qualora ne esistano le condizioni, il potere negoziale di un'impresa in stato di crisi è alquanto ridotto ed è raro che uno spin-off produca, sul piano della liquidità, risultati analoghi a quelli di un'impresa *in bonis*.

13.6.2 L'impatto della crisi sugli indicatori finanziari

L'interpretazione delle dinamiche finanziarie rappresenta probabilmente l'aspetto più critico dell'intero processo di analisi di bilancio delle imprese in crisi; la possibilità o meno di dare vita a politiche di turnaround è infatti legata alla capacità di creare flussi di cassa positivi nelle varie aree della gestione.

In particolare, può essere utile tenere sotto osservazione i seguenti indicatori, già menzionati anche a proposito dell'esame della dimensione patrimoniale:

- cash coverage delle attività;
- cash coverage delle passività;
- coverage dei ricavi.

Il *cash coverage delle attività* è determinato rapportando le disponibilità liquide e cash equivalent alle attività. L'indicatore mostra quanta parte degli assets si presenta in forma liquida o potenzialmente liquidabile nella prospettiva di supportare il business.

Il *cash coverage delle passività* è calcolato attraverso il rapporto fra le disponibilità liquide e cash equivalent e i debiti finanziari con scadenza entro 12 mesi. Tale indice, nella terminologia anglosassone, è definito "cash ratio"; rispetto agli altri indicatori di liquidità (quick ratio e current ratio), esso è da considerarsi il più conservativo, in quanto attesta la capacità di un'impresa di fare fronte all'indebitamento corrente utilizzando esclusivamente le disponibilità liquide.

Il *coverage dei ricavi* è calcolato attraverso il rapporto fra le disponibilità liquide e cash equivalent e i ricavi. L'indicatore evidenzia la percentuale dei ricavi astrattamente "trasformata" in liquidità nel corso dell'anno; in realtà il risultato ottenuto rappresenta un'approssimazione, in quanto parte delle disponibilità liquide e dei cash equivalents si è formata in periodi antecedenti all'esercizio oggetto di analisi.

13.6.3 Gli indicatori da monitorare a livello finanziario

A livello finanziario è opportuno monitorare le dinamiche legate alle seguenti aree (Tavola 13.3):

- autofinanziamento operativo;
- gestione operativa corrente;

- gestione operativa non corrente;
- gestione finanziaria.

Tavola 13.3 - Le aree critiche a livello finanziario

Area	Driver e soglie ottimali
Autofinanziamento operativo	$(PN + Pnc - Anc) > 0$
Gestione operativa corrente	$FCOC > 0, CCNop > 0, CCNn < CCNn-1$
Gestione operativa non corrente	$FCO > 0, COINn < COINn-1$
Gestione finanziaria	$FCO > (\text{Debiti fin.} + \text{Oner fin.})$

A livello di *gestione operativa corrente*, la dinamica della liquidità è legata al capitale circolante netto operativo. Anzitutto, esso deve essere superiore a zero; ciò indica che le attività correnti (principalmente crediti e rimanenze) sono superiori alle passività correnti (debiti di funzionamento) e testimonia la capacità di fare fronte ai propri impegni a breve. In aggiunta, è opportuno che il CCN_{op} , in un'ottica di turnaround, tenda a ridursi nel tempo, in quanto è indice di creazione di liquidità.

A livello di *gestione operativa complessiva*, un FCO positivo evidenzia che la gestione aziendale è complessivamente in equilibrio. Sempre in un'ottica di turnaround, è opportuno che il valore del capitale operativo investito netto (COIN) diminuisca nel corso del tempo, poiché anche questo è un segnale di generazione di liquidità.

Infine, sotto il profilo della *gestione finanziaria*, se il flusso di cassa operativo permette il rimborso dei debiti finanziari e il pagamento degli oneri ad essi associati, significa che l'impresa produce una liquidità sufficiente per garantire la remunerazione del capitale investito da parte degli azionisti.

13.7. GLI INDICATORI NELL'ACCERTAMENTO DELLO STATO DI CRISI

Con la più recente evoluzione della normativa, sono venuti meno gli indici di allerta previsti dal precedente art. 13. co. 2 del Codice della Crisi e dell'insolvenza d'impresa (d.lgs. 12 gennaio 2019, n.14, pubblicato sul Supplemento ordinario alla "Gazzetta Ufficiale", n. 38 del 14 febbraio 2019 - Serie generale).

La crisi pandemica ha infatti alterato in modo sostanziale lo scenario economico, al punto da rendere i benchmarks elaborati sui dati precedenti al 2020 non più attendibili e rappresentativi dello stato di salute delle imprese.

Per questo motivo, in attuazione dell'art. 3 del D.L. n. 118/2021 avente ad oggetto "Misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale", il 28 settembre 2021 è stato pubblicato il Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia che introduce, al posto degli indici, un test pratico per la verifica della perseguibilità del risanamento e una check list (per la quale riportiamo di seguito il link, ma che poco rileva ai fini del presente volume).

13. Analisi delle aziende in crisi

13.7. Gli indicatori nell'accertamento dello stato di crisi

Tali documenti sono disponibili in una piattaforma gestita da Unioncamere¹.

Il test si sostanzia in una verifica autodiagnostica mirata ad una valutazione preliminare della complessità del risanamento attraverso il rapporto tra l'entità del debito che deve essere ristrutturato e quella dei flussi finanziari liberi che possono essere posti annualmente al suo servizio.

Il test non deve essere considerato alla stregua dei precedenti indici della crisi, ma è utile a rendere evidente il grado di difficoltà che l'imprenditore dovrà affrontare e quanto il risanamento dipenderà dalla capacità di adottare iniziative in discontinuità e dalla intensità delle stesse.

Il test si fonda principalmente sui dati di flusso a regime che, secondo la migliore valutazione dell'imprenditore, possono corrispondere a quelli correnti o derivare dall'esito delle iniziative industriali in corso di attuazione o che l'imprenditore intende adottare (Tavola 13.4).

Tavola 13.4 – Test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento

L'entità del debito che deve essere ristrutturato		
Debito scaduto		+
<i>(di cui relativo ad iscrizioni a ruolo - Valore non utilizzato nel computo del totale A)</i>		
Debito riscadenziato o oggetto di moratorie		+
Linee di credito bancarie utilizzate delle quali non ci si attende il rinnovo		+
Rate di mutui e finanziamenti in scadenza nei successivi 2 anni <i>(per le cooperative si tiene conto della probabile richiesta di rimborso del prestito sociale secondo le evidenze storiche non precedenti a tre anni)</i>		+
Investimenti relativi alle iniziative industriali che si intendono adottare		+
Ammontare delle risorse ritraibili dalla dismissione di cespiti (immobili, partecipazioni, impianti e macchinario) o rami di azienda compatibili con il fabbisogno industriale		-
Nuovi conferimenti e finanziamenti, anche postergati, previsti		-
stima dell'eventuale margine operativo netto negativo nel primo anno, comprensivo dei componenti non ricorrenti		-
TOTALE A		

¹ Vedi <https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/#/home>

I flussi annui al servizio del debito		
Stima del Margine Operativo Lordo prospettico normalizzato annuo, prima delle componenti non ricorrenti, a regime		
Investimenti di mantenimento annui a regime		-
Imposte sul reddito annue che dovranno essere assolte		-
TOTALE B		
Grado di difficoltà del risanamento		

Il rapporto tra A e B descrive la possibilità di perseguire o meno un percorso di turnaround:

$$\text{Test} = \frac{\text{Debito da ristrutturare}}{\text{Flussi annui al servizio del debito}}$$

Di seguito è riportata la legenda interpretativa dei risultati:

Grado di difficoltà	Descrizione
	Grado di difficoltà non calcolabile
<= 1	Difficoltà contenute
>1 e <=2	L'andamento corrente dell'impresa può essere sufficiente ad individuare il percorso di risanamento
>2 e <=3	Il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali che si intendono adottare.
>3 e <=4	Il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali che si intendono adottare.
>4 e <=5	La presenza di un margine operativo lordo positivo non è sufficiente a consentire il risanamento dell'impresa e può rendersi necessaria la cessione dell'azienda.
>5 e <=6	La presenza di un margine operativo lordo positivo non è sufficiente a consentire il risanamento dell'impresa e può rendersi necessaria la cessione dell'azienda.
>6	L'impresa si presenta in disequilibrio economico a regime, si rendono necessarie iniziative in discontinuità rispetto alla normale conduzione dell'impresa (ad esempio, interventi sui processi produttivi, modifiche del modello di business, cessioni o cessazione di rami di azienda, aggregazioni con altre imprese).

Un rapporto non superiore all'unità è indice di difficoltà contenute. Le difficoltà crescono al crescere del rapporto, ma restano contenute fino ad un certo livello, che, in assenza di particolari specificità (ad esempio, la concentrazione del debito in capo a pochi creditori che rende più efficaci gli eventuali accordi o, dalla parte opposta,

13. Analisi delle aziende in crisi

13.7. Gli indicatori nell'accertamento dello stato di crisi

l'esigenza di rilevanti investimenti straordinari) può collocarsi attorno a 2. In tal caso, l'andamento corrente dell'impresa può essere sufficiente ad individuare il percorso di risanamento. Conseguentemente, se i flussi al servizio del debito generati dalla gestione sono sufficienti a consentirne la sostenibilità, la formulazione delle proposte ai creditori può essere effettuata sulla sola base dell'andamento corrente e la redazione del piano d'impresa assume minore rilevanza.

Quando il rapporto supera un certo livello, che, in assenza di particolari specificità, può collocarsi attorno a 3, il risanamento dipende dall'efficacia e dall'esito delle iniziative industriali che si intendono adottare. In tal caso, assume precipua rilevanza il piano d'impresa per il quale nella check-list² sono state recepite le migliori pratiche di redazione dei piani, ferma la necessità che l'esperto, nell'esaminare il piano, tenga sempre conto di tutte le variabili che vi incidono.

Infine, se l'impresa si presenta in **disequilibrio economico a regime**, si rendono necessarie iniziative in discontinuità rispetto alla normale conduzione dell'impresa (ad esempio, interventi sui processi produttivi, modifiche del modello di business, cessioni o cessazione di rami di azienda, aggregazioni con altre imprese, etc.). In tal caso, occorre stimare le risorse realizzabili attraverso la cessione dell'azienda o di rami di essa e compararle con il debito che deve essere servito per comprendere la praticabilità del risanamento.

Se l'impresa è **prospettivamente in equilibrio economico** e cioè presenta, a decorrere almeno dal secondo anno, flussi annui di cui a [B], superiori a zero e destinati a replicarsi nel tempo, il grado di difficoltà del risanamento è determinato dal risultato del rapporto tra il debito che deve essere ristrutturato [A] e l'ammontare annuo dei flussi al servizio del debito [B].

Il risultato del rapporto fornisce dunque una prima indicazione di massima:

- del numero degli anni per estinguere la posizione debitoria;
- del volume delle esposizioni debitorie che necessitano di ristrutturazione;
- dell'entità degli eventuali stralci del debito o conversione in equity.

² Vedi https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/assets/resources/riferimenti_normativi/SEZIONE%20II%20-%20CHECK%20LIST.pdf

Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.

