

UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA

FACOLTÀ DI ECONOMIA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE AZIENDALI

DOTTORATO DI RICERCA

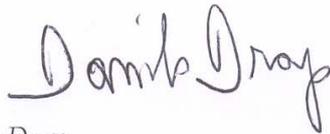
“SCIENZE BANCARIE E FINANZIARIE”

- XVIII CICLO -

TESI DI DOTTORATO

**BANCHE, CRISI AZIENDALI E *TURNAROUND***

COORDINATORE



*Chiarissimo Prof. Danilo Drago*

SUPERVISORE

*Dr. Fabio Piluso*



*Dottorando*

*Dott.ssa Alessandra Mucerino*

## Indice

### CAPITOLO I - ALLE ORIGINI DEL DECLINO AZIENDALE

I.1	La banca al confronto con la crisi d'impresa	pag. 4
I.2	Le fasi patologiche della vita aziendale: i concetti di declino, crisi, insolvenza, dissesto	pag. 10
I.3	La genesi delle crisi aziendali: fattori interni e fattori esterni di declino e dissesto	pag. 16
I.4	La prevenzione e la diagnosi della crisi	pag. 26
I.5	La struttura finanziaria come fattore di solidità o di vulnerabilità dell'azienda	pag. 39
I.6	L'inefficienza come causa o concausa del declino	pag. 44
I.7	L'impatto sull'azienda del cambiamento ambientale: il cambiamento ingestito e l'errore manageriale colposo	pag. 48

### CAPITOLO II – IL BILANCIO DELLE AZIENDE IN CRISI

II.1	Il bilancio come “specchio” della vitalità dell'azienda: limiti di rappresentatività	pag. 56
II.2	L'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario nel bilancio d'esercizio	pag. 65
II.3	Dall'equilibrio alla crisi ed al dissesto: l'evoluzione del bilancio delle aziende colpite da crisi	pag. 75
II.4	Analisi comparata dei bilanci di un campione di aziende in situazioni di crisi	pag. 80

### CAPITOLO III - LA VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL *TURNAROUND*

III.1	Il concetto di <i>turnaround</i>	pag. 89
III.2	L'analisi della sostenibilità industriale e finanziaria del <i>turnaround</i>	pag. 96
III.3	La definizione del piano di <i>turnaround</i>	pag. 111
III.4	L'intervento di soggetti terzi: il ruolo dei fondi specializzati	pag. 122

### CAPITOLO IV - FINANZIATORI ISTITUZIONALI E TURNAROUND AZIENDALI: IL CONCORSO DELLE BANCHE ISTITUZIONALI AL DECLINO DELL'AZIENDA ED AL SUO RISANAMENTO

IV.1	Il possibile contributo della banca alla prevenzione delle situazioni di crisi	pag. 130
IV.2	La scelta tra l'opzione di risanamento e l'opzione di liquidazione	pag. 140
IV.3	La ristrutturazione del passivo esistente	pag. 152
IV.4	Gli interventi di <i>asset restructuring</i> e l'affitto d'azienda	pag. 157
IV.5	L'immissione di nuova finanza e la partecipazione al capitale di rischio	pag. 166
IV.6	Le altre operazioni di finanza straordinaria	pag. 173



# CAPITOLO I

## ALLE ORIGINI DEL DECLINO AZIENDALE

### I.1 La banca al confronto con la crisi d'impresa

Il fenomeno delle crisi e dei dissesti, da sempre connaturato all'attività economica ed all'iniziativa imprenditoriale, ha assunto una maggior evidenza a partire dai primi anni '90, a causa della velocità dei ritmi e dei fenomeni di discontinuità tecnologica imposti all'economia ed ai suoi cicli dalla rivoluzione digitale e dalla globalizzazione<sup>1</sup>. I fenomeni del declino, della crisi, del dissesto aziendale, con i temi, strettamente connessi, della prevenzione e del risanamento, hanno così acquisito una crescente centralità per il mondo imprenditoriale e finanziario, nonché per gli studiosi dell'economia d'azienda.

Le crisi hanno, infatti, cessato di essere fenomeni episodici ed eccezionali, legati all'incapacità di imprenditori o di *managers*, per diventare una componente endemica e strutturale del sistema industriale, un fenomeno ricorrente, <<collegato al dinamismo ed all'instabilità dell'ambiente>>, assumendo anche una valenza positiva, come “detonatore” <<di un processo naturale di selezione il cui risultato finale è il miglioramento dei livelli medi di efficienza e la stimolazione delle innovazioni>><sup>2</sup>

L'accorciarsi dei cicli economici ha reso infatti più frequenti ed aspre le fasi recessive, mentre ne ha ridotto la prevedibilità a livello macro-economico, sia in termini di intensità che di durata. Le recessioni, peraltro spesso concomitanti a crisi valutarie ed energetiche,

---

<sup>1</sup> Tilly, R., Welfens P. J.J., “Economic globalization, international organizations and crisis management: contemporary and historical perspectives on growth, impact and evolution of major organizations in an interdependent world”, Springer – Berlin, 2000

<sup>2</sup> Guatri L., “Turnaround, declino, crisi e ritorno al valore”, EGEA, Milano (1995)

hanno frequentemente trascinato nel loro alveo molte aziende, specie le più giovani, cresciute rapidamente nell'abbrivio della fase espansiva del ciclo, e prive di una solidità strutturale e di una prospettiva strategica tali da permettere il superamento degli scossoni indotti dai meccanismi congiunturali e dalla competitività del mercato.

Difatti, nella prolungata fase di espansione economica degli anni Ottanta, molte imprese avevano intrapreso strategie di crescita dimensionale e di diversificazione, non sempre avvedute e guidate da un disegno strategico ben definito, per ritrovarsi in seguito dover fronteggiare i costi e gli impegni di cassa connessi al pesante indebitamento in una situazione di rallentamento della domanda e contrazione del fatturato.

La situazione, già di per sé critica, era in molti casi aggravata da ricorrenti distorsioni nelle scelte di finanziamento<sup>3</sup>, in particolare dalla diffusa propensione per il debito di breve termine (anche a fronte di impieghi a medio-lungo termine) ed dal frequente ricorso all'indebitamento in valuta che, in un contesto di instabilità monetaria e valutaria, obbligava molte imprese a rinegoziare i loro debiti a condizioni sempre più sfavorevoli.

Una situazione analoga si è specularmente riproposta nel ciclo economico seguente, ossia nei primi anni del nuovo millennio, con un susseguirsi incalzante di *crack*, così numerosi e rilevanti – per lo *standing*, la visibilità e le dimensioni delle realtà coinvolte – da causare una vera e propria destabilizzazione del tessuto socio-economico, alla quale sia la fase recessiva che i fenomeni di corruzione e, in generale, di malversazione avevano parimenti

---

<sup>3</sup> Belcredi, M., “Implicazioni delle scelte di finanziamento per i comportamenti manageriali, in Cattaneo, M., “Manuale di finanza aziendale”, Il Mulino – Milano (1999)

concorso. Enron<sup>4</sup>, Worldcom, Global Crossing, Adelphia Communication, fino alle italiane Cirio, Parmalat, Freedomland sono solo la punta visibile dell'*iceberg* di un tessuto economico-produttivo prostrato, che non avrebbe dato chiari ed inequivocabili segnali di ripresa prima di molti anni<sup>5</sup>.

In un contesto di contenimento dei tassi e di euforiche attese di crescita indotte dalla diffusione della tecnologia digitale (spesso sostanzialmente infondate, almeno in un orizzonte temporale di breve periodo, tanto da portare alla tristemente nota “bolla internet” ed al successivo, sanguinosissimo *sboom*), nonché di crescente ricorso al reperimento di capitali presso il grande pubblico dei risparmiatori e di disponibilità delle banche a finanziare operazioni molto aggressive (attraverso forme tecniche come il *leveraged buy-out*), si era diffusa, spesso inconsapevolmente, una aspettativa di crescita “infinita” dell’economia e dunque dei *cash flows* aziendali, aspettativa che trovava espressione nel diffondersi di piani industriali basati su ipotesi che è eufemistico definire ottimistiche, ed è più appropriato definire fantasiose.

Queste aspettative sovente non avevano passato il vaglio di quei criteri che segnano il crinale tra una pianificazione attendibile ed una scarsamente fondata: conoscenza del mercato, previsioni accurate sull’andamento futuro di questo, consapevolezza delle possibili dinamiche competitive di un contesto spesso globalizzato e delle migliori strategie per

---

<sup>4</sup> Il 2 dicembre 2001 Enron, settima azienda americana per fatturato, *leader* del *trading* energetico, schiacciata dal peso di debiti insormontabili e dall’apertura delle prime inchieste sui suoi libri contabili, chiedeva l’ammissione alla procedura Charter 11 statunitense. La scoperta di manipolazioni dei bilanci tali da gonfiare gli utili per centinaia di milioni di dollari, attraverso l’uso di una vasta rete di oscure controllate, lasciò l’America in stato di *shock*. Il crack di Enron ha poi fatto esplodere, a ruota, la crisi di Arthur Andersen, storica firma della revisione contabile, responsabile della revisione dei bilanci di Enron e condannata per le sue responsabilità nell’aver occultato manovre illecite. Le banche d’investimento che avevano collaborato con Enron includevano, peraltro, tutti i più grandi nomi della finanza americana e mondiale, la cui attività è stata al centro di inchieste e perfino di audizioni al Congresso.

<sup>5</sup> Cfr. Elliott A.L., Schroth R.J., *How Companies Lie: Why Enron is just the tip of the iceberg*, Nicholas Brealey Publishing, London (2002)

affrontarle con successo, analisi accurata dell'effettiva dotazione di mezzi e competenze dell'azienda. Senza contare l'inasprimento della concorrenza conseguente alla "velocizzazione" dell'economia, che ha favorito il moltiplicarsi di nuove iniziative ed il loro rapido affermarsi, spesso grazie a formule imprenditoriali del tutto creative ed innovative ed a strutture leggere fino alla de-materializzazione (le cosiddette aziende virtuali, scarsamente visibili ma pure in grado di operare, e spesso con profitto). Il moltiplicarsi di queste iniziative ha introdotto nel mercato elementi di discontinuità così radicali da produrre un cambiamento di "coordinate" e configurare un paradigma economico radicalmente diverso rispetto a quello consegnato dalla tradizione, il paradigma della "*new-economy*", appunto<sup>6</sup>.

Oltre all'euforia della crescita, anche le banche avevano contribuito all'eccessivo indebitamento delle aziende, a causa:

- dell'inasprirsi della concorrenza interna ed internazionale tra gli istituti di credito, a seguito dell' "apertura delle frontiere", che ha indotto una corsa frenetica all'accaparramento della clientela (onde poter coprire i costi dell'apertura di filiali all'estero), talvolta senza un adeguato approfondimento dei fondamentali delle imprese o delle iniziative finanziate e dei relativi profili strategici, o senza una adeguata analisi dei profili di rischio-rendimento nella quantificazione degli interessi applicabili;
- la crescente tendenza alla deregolamentazione nel mercato del credito, che ha indotto l'ampliamento della gamma di prodotti innovativi ed alla diffusa applicazione di soluzioni finanziarie innovative (cosiddetta "finanza creativa"), confezionate *ad hoc* per ciascun cliente e per ciascuna transazione, ma non sempre

---

<sup>6</sup> Normann R., Ramirez R, "Le strategie interattive d'impresa – Dalla catena alla costellazione del valore", ETAS, Milano (1995)

supportate da analisi e proiezioni di adeguata attendibilità. Il clima di trasformazione ha, in altre parole, indotto i più a dimenticare che la finanza, in sé stessa, è un “gioco a somma zero”<sup>7</sup>.

Lo “*sboom*” borsistico della *new economy* ha poi travolto tutta l’economia, come solo in pochi avevano avuto l’ardire di prevedere, trascinandola in una lunga spirale depressiva, a partire dal motore della fiducia dei consumatori (colpiti spesso pesantemente in quanto risparmiatori, e talvolta anche come lavoratori o professionisti), fino ad invadere tutto il tessuto produttivo (compresi i settori tradizionali della *old economy*) per ribaltarsi sui suoi finanziatori, tanto a titolo di *equity* (azionisti/imprenditori) quanto a titolo di debito (obbligazionisti e banche, *in primis*).

In questo contesto, caratterizzato dal frequente manifestarsi di situazioni di tensione finanziaria quando non di conclamato dissesto, sono emersi anche in Italia i primi tentativi di soluzioni stragiudiziali, portati avanti dal *management* e dalla proprietà delle imprese congiuntamente ai creditori coinvolti nel dissesto, evitando di ricorrere alle procedure giudiziali, caratterizzate generalmente da rigidità, costi elevati e tempi molto lunghi<sup>8</sup>.

Le banche, stante la tradizionale prevalenza dell’indebitamento bancario su forme alternative di finanziamento, rappresentano tipicamente il primo soggetto passivo delle crisi d’impresa, essendo tra i primi attori chiamati a sostenerne i costi di ristrutturazione o di liquidazione. È in quest’ottica che lo studio delle crisi industriali, dei meccanismi

---

<sup>7</sup> Barile G., “Breve storia dell’euforia finanziaria: i rischi economici delle grandi speculazioni”, Rizzoli, Milano (1991)

<sup>8</sup> Queste esperienze di risanamento stra-giudiziale (ossia negoziale) hanno creato le premesse affinché venisse riscritta, in tempi assai recenti, l’intera disciplina del fallimento e delle procedure concorsuali, attraverso il Decreto Legislativo 14 marzo 2005, n. 35 (convertito nella Legge 14 maggio 2005, n. 80), ed il Decreto Legislativo 9 gennaio 2006, n. 5, che hanno modificato ed integrato la vecchia normativa, risalente al Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267.

*degenerativi che le innescano e dei loro possibili esiti, dal punto di vista del finanziatore istituzionale assume particolare criticità.*

Il declino, la crisi ed il dissesto, difatti, non sempre rappresentano prodromi della estinzione dell'azienda ma, talvolta, configurano una discontinuità nel percorso evolutivo dalla quale è possibile avviare, con rinnovato vigore, un *new deal* della storia aziendale. Ciò richiede, a monte, la esatta individuazione di quegli errori che, a livello di obiettivi, di percorsi o di strumenti, hanno indotto la crisi e, prima ancora, il chiaro riconoscimento che l'azienda sta vivendo un passaggio critico del suo divenire, e la individuazione del tipo, della gravità e dello stadio della patologia che l'azienda si trova a dover risolvere.

## I.2 Le fasi patologiche della vita aziendale: i concetti di declino, crisi, insolvenza, dissesto

La possibilità di intervenire con successo quando una situazione di degenerazione interessa la vita aziendale è legata innanzitutto alla definizione “concettuale” delle fattispecie da considerarsi critiche, e quindi al riconoscimento che una di tali fattispecie ricorra nello specifico caso dell’azienda oggetto di osservazione.

Declino, crisi, insolvenza e dissesto rappresentano, tutti, situazioni, più o meno gravi, avanzate e superabili, di patologia aziendale.

Partendo dalla fattispecie del declino, la definizione più largamente accreditata della stessa è quella del Guatri. La posizione del Guatri parte dall’esigenza di definire il declino in modo il più possibile oggettivo, e dunque su basi quantitative piuttosto che qualitativo/descrittive.

In quest’ottica, il Guatri parte dalle concezioni proprie della *Teoria di creazione del valore*, la quale vede nell’accrescimento del valore (valore economico, e, conseguentemente, di mercato) del capitale l’obiettivo primario da perseguire attraverso la gestione aziendale. Tale obiettivo è *razionale*, in quanto sintetizza i due fondamentali parametri rappresentativi della *performance* aziendale, e cioè:

- la redditività (e le connessa capacità di *cash flow generation*) di medio/lungo periodo;
- il grado di rischio.

La creazione di valore è altresì un obiettivo largamente *accettabile* (condivisibile dagli *stakeholders*), poiché, nel medio-lungo termine, rappresenta una condizione della stessa sopravvivenza dell’azienda, ed ha anche il pregio di essere *misurabile*, o, quantomeno, valutabile, ossia quantificabile in modo soggettivo ma razionale.

Nell'ottica del Guatri, la *performance* di un'azienda è misurabile in relazione alle variazioni che registra il Valore Economico del Capitale nel tempo (cosiddetto  $\Delta W$ ); quando queste variazioni risultano nulle, o, peggio negative, ciò indica che l'azienda ha abbandonato una direzione di crescita per imboccare un percorso declinante.

Una riduzione di  $W$ , infatti implica:

- un ridimensionamento degli obiettivi di redditività dell'azienda, stante l'incapacità di raggiungere quelli precedentemente attesi, e/o
- un aumento del grado di rischio connesso all'effettivo conseguimento di detti obiettivi, ad esempio a causa di un peggioramento delle condizioni di mercato (riduzione delle dimensioni del mercato di riferimento, inasprimento della concorrenza etc.) ovvero del verificarsi di circostanze tali da ridurre la capacità competitiva dell'azienda nel contesto di riferimento (inefficienza, incapacità di tenere il passo della concorrenza nell'innovazione).

La valutazione analitica del capitale economico di un'azienda è, infatti, basata sull'attualizzazione di flussi di reddito o di cassa ragionevolmente attesi per il futuro, a seconda che, rispettivamente, si applichino i metodi cosiddetti reddituale e finanziario (tipicamente il DCF: *Discounted Cash Flow*, frequentemente applicato nella versione dell'UDCF – *Unlevered Discounted Cash Flow*<sup>9</sup>). L'attualizzazione viene, naturalmente, eseguita secondo un tasso che riflette:

- il rischio generico di mercato, ossia la rischiosità “generica” connessa all'esercizio di una attività imprenditoriale;

---

<sup>9</sup> Concettualmente, l'UDCF si distingue dal DCF per il fatto di stimare il valore del capitale dell'impresa considerandone i flussi di cassa prospettici in una situazione in cui la stessa sia Unlevered, ossia “non levereggiata”, priva di debiti (ed oneri) finanziari. La rischiosità derivante dalla struttura finanziaria viene considerata, nel processo valutativo, nella stima del tasso di attualizzazione dei flussi attesi.

- il rischio specifico del settore di appartenenza, corretto secondo una formula che consente di tenere conto del rischio legato alla struttura finanziaria della specifica azienda (ed in particolare del rapporto che questa presenta tra l'indebitamento finanziario netto ed i mezzi propri)<sup>10</sup>.

Il declino si configura dunque, in questa ottica, come distruzione di valore del capitale economico: un'azienda declina quando il suo capitale economico perde valore<sup>11</sup>, in seguito al ridimensionarsi delle attese reddituali (e finanziarie) o della probabilità del loro effettivo conseguimento.

L'aspetto probabilmente più interessante di questa teoria del declino risiede probabilmente nel fatto che il declino non viene considerato come la conseguenza del prodursi di perdite economiche, ma semplicemente del decrescimento dei flussi reddituali (e finanziari) attesi o della loro "qualità". Un'azienda può essere declinante anche in una situazione in cui non genera perdite, né prevede di generarne in futuro, ma semplicemente registra un *deterioramento* delle prospettive rispetto ad un momento precedente. Ciò è razionale, in quanto una perdurante perdita di valore è in realtà un sostanziale deterioramento delle condizioni dell'impresa.

Il Guatri opportunamente precisa che la riduzione attesa nei flussi previsti per il futuro deve essere legata a fattori di carattere non palesemente straordinario o transitorio, poiché questo genere di fattori, per loro natura estemporanea, non integrano una fattispecie di declino.

---

<sup>10</sup> Il modello concettuale di riferimento per la stima del rendimento atteso (e dunque del costo del capitale) è il CAPM (Capital Asset Pricing Model), sviluppato da Treynor, Sharpe e Lintner (Cfr. R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, Mc Graw – Hill, 1990).

<sup>11</sup> a questo approccio potremmo opporre un altro, basato su un ribaltamento dei fattori di causa ed effetto: l'azienda non declina quando il suo capitale perde valore, bensì il valore del capitale si assottiglia quando l'azienda declina. La perdita di valore del capitale, è, difatti, la conseguenza tangibile di un logorio nella *performance* aziendale che risiede nel cuore dell'economia stessa dell'impresa.

La **crisi** rappresenta uno stadio uno sviluppo ulteriore del declino, un aggravamento ed una stabilizzazione di condizioni di scarsa economicità della gestione. Normalmente, si parla di crisi quando le perdite economiche si sono già manifestate, generando, di conseguenza, tensioni finanziarie più o meno gravi, perdite di credito ed una generalizzata perdita di fiducia da parte degli interlocutori dell'azienda e dei suoi stessi *stakeholders* interni. L'incrinarsi della fiducia, all'interno del sistema-azienda, come nei suoi rapporti con l'ambiente di riferimento, comporta la conseguenza di ridurre, anche fino ad azzerarlo, il valore del capitale economico dell'azienda e di mettere a rischio la stessa possibilità di sopravvivenza dell'impresa.

Il crinale tra il declino e la crisi – che del primo rappresenta la degenerazione – sta proprio nel fatto che, in una situazione di crisi l'azienda vede messa a rischio, in modo evidente, la sua stessa sopravvivenza. La crisi rappresenta, cioè, una situazione di “non ritorno” in assenza di interventi di risanamento, interventi che spesso comportano pesanti sacrifici da parte degli *stakeholders* (tipicamente azionisti, finanziatori, dipendenti). Raramente, infatti, una crisi si risolve in modo indolore, ossia senza il sacrificio degli interessi di alcuno.

Il Guatri individua quattro stadi nel processo attraverso il quale un'azienda giunge, da una situazione di equilibrio e redditività, ad una di crisi. I primi due stadi evidenziano una situazione di declino:

- il primo stadio è quello della incubazione, in cui iniziano a manifestarsi i primi segnali di decadenza e di squilibrio;
- nel secondo stadio, si deteriorano le prospettive reddituali e dunque il valore economico del capitale.

Gli altri due stadi definiscono il declino vero e proprio:

- il terzo stadio è caratterizzato dall'assottigliarsi dei flussi di cassa, fino a diventare negativi; in questa fase, l'azienda subisce le conseguenze della diminuzione della sua credibilità sul mercato e dunque della sua capacità di credito; la mancanza generalizzata di fiducia comporta altre gravi ripercussioni indirette, come la fuga dei "talenti" e l'incapacità di attrarne di nuovi, con la conseguenza del deteriorarsi del capitale umano, che è spesso la principale risorsa produttiva di un'azienda. Si innesca così un circuito vizioso, che conduce l'azienda al
- quarto stadio della crisi, ossia quello della sua esplosione, che si manifesta nell'insolvenza e, quindi, nel dissesto.

L'azienda in crisi diventa insolvente quando è incapace di onorare gli impegni assunti, di adempiere alle obbligazioni ed in particolare a quelle obbligazioni che comportano un esborso finanziario, con la conseguente perdita di immagine e credibilità, tale da privare l'azienda della capacità di ottenere nuovo credito sul mercato.

L'insolvenza, in assenza di drastici interventi risanatori, che ripristinino la capacità dell'azienda di operare sul mercato con un minimo di credibilità e di affidabilità, conduce al dissesto, che è uno stato permanente di squilibrio patrimoniale, tale da paralizzare completamente l'operatività in assenza di interventi, di carattere finanziario, tali da riportare l'azienda ad un equilibrio sostenibile (interventi che si concretizzano, come diffusamente si vedrà di seguito, nella rinuncia, da parte dei creditori, a parte delle loro ragioni di credito e nella immissione di nuova finanza da parte della proprietà e/o dei creditori finanziari).

Di tipo più comprensivo è la definizione di crisi proposta da Sciarelli, secondo il quale "un'azienda è in crisi quando non è più in condizione di soddisfare il suo equilibrio economico, ovvero quando non è più capace di soddisfare le attese dei partecipanti alla vita

aziendale e quando non è in grado di garantire tale soddisfacimento per un intervallo non breve di tempo”<sup>12</sup>. Sciarelli prende atto che, oltre a svolgere la funzione economica di generazione di ricchezza per gli azionisti, l’azienda rappresenta un coagulo di altri interessi e finalità: la conservazione dell’occupazione e la crescita professionale per i dipendenti, la possibilità di intrattenere scambi reciprocamente proficui per i fornitori ed i clienti; il rientro della propria esposizione per le banche e gli altri creditori, un contributo al benessere sociale per la collettività e via dicendo. In quest’ottica, il fatto che un’azienda versi in condizioni di crisi, e dunque sia incapace di soddisfare le attese che intorno ad essa si coagulano, cessa di essere un fenomeno privato e confinabile in una sfera economica per assumere la natura di problema sociale, di portata tanto maggiore quanto più l’azienda è grande e maggiori e più numerosi e rilevanti sono le aspettative che su di essa convergono<sup>13</sup>.

Slatter, invece, pone l’accento, più che sulla condizione di incapacità dell’azienda, sull’impossibilità che una situazione di crisi si risolva spontaneamente: “una situazione di crisi può essere descritta in termini di urgenza ed indifferibilità delle misure da adottare, cioè un’azienda è in crisi quando senza l’adozione di interventi correttivi non è prevedibile nessun possibile futuro”<sup>14</sup>. L’azienda supera lo stadio del declino per accedere a quello di crisi quando viene meno la possibilità che essa ritrovi una fisiologica operatività in modo naturale, senza che vengano programmati e quindi attuati interventi tali da riportarla ad un percorso fisiologico di sopravvivenza e crescita.

---

<sup>12</sup> Sciarelli, S., “La crisi d’impresa”, Cedam, Padova 1995.

<sup>13</sup> Da qui la legittima aspettativa che la collettività sostenga l’azienda nelle situazioni di crisi e la supporti nel risanamento.

<sup>14</sup> Slatter, “Corporate recovery”, Penguin Books, Londra

### **I.3 La genesi delle crisi aziendali: fattori interni e fattori esterni di declino e dissesto**

Una interessante ed originale analisi del fenomeno della crisi d'impresa e delle relative cause è stata effettuata dal Moliterni<sup>15</sup>. Secondo il Moliterni, l'equilibrio di un'impresa dipende dallo stato dei rapporti di coerenza tra i tre principali elementi (portatori di interessi ed obiettivi) in cui il sistema aziendale è scomponibile, e precisamente:

- l'assetto proprietario, costituito da coloro che investono nell'iniziativa aziendale capitale di rischio;
- il "vertice imprenditoriale" (così definito da Moliterni, ma che potrebbe forse più efficacemente indicarsi come "vertice manageriale", poiché in un'ottica economico-giuridica è la "proprietà" a configurarsi come imprenditore);
- il sistema operativo, ossia l'insieme delle funzioni, delle strutture e delle attività chiamate a dare esecuzione al complesso delle attività definite dal vertice imprenditoriale e orientate al perseguimento del finalismo aziendale.

Più precisamente, l' "assetto proprietario" è costituito dal oggetto o dall'insieme dei soggetti detentori del capitale di rischio, opportunamente organizzati per l'assunzione delle decisioni legate all'esercizio delle seguenti funzioni: funzione "creatrice" delle attività d'impresa; funzione di capitalizzazione dell'impresa; funzione di orientamento strategico; funzione di controllo delle attività di governo affidate al "vertice imprenditoriale".

Il "vertice imprenditoriale" costituisce l'apice del potere decisionale in azienda, investito del potere/dovere di definire i contenuti della formula imprenditoriale e delle relative strategie di attuazione, organizzando il "sistema operativo" nell'ottica di creare condizioni di

---

<sup>15</sup> R. Moliterni – Dalla fisiologia alla crisi d'impresa – CEDAM, Padova, 1999.

sopravvivenza e di sviluppo nel lungo periodo. Più precisamente, il “vertice imprenditoriale” riveste, in azienda, il compito di svolgere le seguenti funzioni essenziali: indirizzo strategico, organizzazione delle attività d’impresa, funzione politica armonizzatrice (volta alla prevenzione ed alla composizione dei conflitti tra i vari interlocutori d’impresa).

Infine, il sistema operativo, governato dal vertice imprenditoriale, è il vero e proprio “motore produttivo” che svolge la funzione di produzione in senso materiale, servendosi del “processo energetico” (cioè la funzione di “alimentazione”, specie finanziaria, dei processi d’impresa), e del processo informativo, connesso alla gestione dei flussi informativi che circolando all’interno dell’azienda e tra essa e l’ambiente esterno.

Tra l’assetto proprietario, il vertice imprenditoriale ed il sistema operativo si definiscono, come è evidente, molteplici ed articolate relazioni di interdipendenza. Tali relazioni di interdipendenza “giocano un ruolo fondamentale nel condizionare i sentieri del cambiamento percorsi dall’impresa” e le modalità e l’intensità di tale cambiamento. Affinché l’impresa sia in grado di sopravvivere e crescere mantenendo condizioni fisiologiche, è necessario che le interdipendenze tra i diversi elementi presenti nel sistema si concretizzino in *rapporti di coerenza* tali da rendere congruente la struttura e l’attività dell’impresa rispetto al raggiungimento degli obiettivi che l’impresa stessa persegue.

Tali coerenze devono sussistere non solo all’interno dell’impresa, tra i sub-sistemi che abbiamo appena enunciato (coerenze tra gli assetti) ed al loro interno (coerenze all’interno dei singoli assetti), ma anche tra l’impresa (ed i suoi elementi costitutivi) ed il contesto

esterno di riferimento (cosiddette coerenze esterne), con il quale debbono necessariamente instaurarsi positive condizioni di interazione.

Nell'ottica che stiamo esponendo, l'azienda vive una condizione fisiologica, ossia di "salute" quando coesistono (e non subiscono minacce significative) l'insieme delle coerenze interne ed esterne necessarie alla sua operatività ed alla sua capacità di realizzare gli obiettivi perseguiti, cioè quando essa è in una situazione nella quale può sopravvivere e svilupparsi in armonia sia con l'ambiente che con i vincoli e le esigenze di ordine interno.

È questa condizione per sua stessa natura precaria, o meglio dinamica, in quanto i rapporti di coerenza si alterano continuamente in modo non sempre vantaggioso, per cui lo stato di salute "ottimale" va perseguito costantemente nel tempo. L'instabilità è legata alla precarietà insita nei rapporti di coerenza che si instaurano tra i diversi elementi; la modifica anche di uno solo di essi implica potenzialmente la ricerca di una nuova coerenza e quindi di una nuova condizione di equilibrio. La capacità di pervenire via via a nuovi equilibri, quando il sistema delle coerenze si altera, è funzione del grado di elasticità dell'impresa.

In quest'ottica, la crisi di un'azienda viene definita dal Moliterni come la conseguenza di una grave alterazione, o di più alterazioni, nel sistema delle coerenze che definiscono e caratterizzano i rapporti interni all'azienda – tra i suoi macro-elementi costitutivi - ed il suo interfacciarsi con l'ambiente di riferimento, sia di mercato che istituzionale. L'alterazione del sistema di coerenze può avere origine anche in uno soltanto dei tre principali sottosistemi in cui può scomporsi l'azienda (assetto proprietario, vertice manageriale e sistema operativo) e, stante la natura sistemica dell'azienda, propagarsi "a macchia d'olio" a tutto il tessuto.

Altre volte la crisi ha origine all'esterno dell'azienda, cioè nasce da un cambiamento che l'azienda non può impedire o può scarsamente influenzare ed al quale, al contempo, non riesce ad opporre, o oppone con ritardo, una reazione tale da preservare il suo equilibrio.

In sintesi, dunque, le alterazioni delle coerenze, e dunque le “incoerenze”, possono essere di tre tipi:

- incoerenza tra i tre principali assetti dell'impresa (assetto proprietario, imprenditoriale ed operativo)<sup>16</sup>;
- incoerenza tra elementi interni ai singoli assetti;
- incoerenza nell'ambito dei rapporti tra l'impresa ed il suo ambiente di riferimento.

I primi due tipi di incoerenza hanno natura esclusivamente endogena, e dipendono tipicamente da situazioni di inefficienza, intesa in senso lato, comprendendo qualsiasi fattispecie di malfunzionamento dell'organizzazione.

Le incoerenze del terzo tipo sono, invece, tipicamente, dettate da situazioni di inefficacia, ossia di incapacità dell'azienda di perseguire con successo il suo finalismo in relazione alle caratteristiche evolutive del contesto di riferimento.

Il prodursi di una incoerenza, per l'interdipendenza che sempre esiste tra gli elementi costitutivi del sistema, non rimane un fenomeno isolato ma, per l'innescarsi di relazioni di causalità, investe altri elementi innescando un fenomeno degenerativo che costituisce, in assenza di interventi correttivi o di meccanismi di autoregolazione (“capacità di risposta del sistema”), l'abbrivio di una situazione di crisi dell'impresa. L'evoluzione della situazione

---

<sup>16</sup> Esempi di incoerenze nell'assetto proprietario possono darsi nella conflittualità tra i componenti dell'assetto stesso, ovvero in “vuoti di continuità” legati a passaggi generazionali. A livello di “vertice manageriale” l'incoerenza può essere legata alla non rispondenza delle competenze del *management* rispetto alle finalità dell'impresa, anche in questo caso, a fenomeni di grave ed inconciliabile divergenza di vedute. Le incoerenze del sistema operativo possono riguardare l'inadeguatezza del sistema tecnico-produttivo o organizzativo e così via.

degenerativa è dunque condizionata, oltre che naturalmente dalla gravità dello squilibrio che la origina, dall'intensità dei legami tra gli elementi del sistema e dalla capacità di autoprotezione del sistema stesso.

In quest'ottica, appare evidente che una situazione di crisi non si configura, generalmente, come una situazione improvvisa che si abbatte inevitabilmente sull'azienda, ma come l'esito di un processo di degenerazione sul quale non si è voluto, potuto o saputo intervenire.

A causa della mancanza di tali interventi l'azienda passa dal suo **stato fisiologico** ad uno **stato di tensione**, per approdare quindi ad uno **stato alterato**, in cui le tensioni manifestano il loro potenziale degenerativo, fino alla vera e propria **crisi**, che si caratterizza, rispetto allo stato di tensione, per la gravità e l'intensità dei rapporti di coerenza coinvolti.

Il passaggio dallo stato alterato a quello di crisi è legato alla perdita – in assenza di interventi – da parte dell'impresa della capacità di perseguire le finalità per cui essa è stata creata, e dunque della capacità di generare ricchezza per l'assetto proprietario, finalità di sommo grado di cui ogni altra finalità (soddisfacimento dei bisogni dell'utenza, dei dipendenti, di altri portatori di interessi istituzionali) costituisce una declinazione intermedia. Tale condizione non deve essere, perché si configuri uno stato di crisi, occasionale e passeggera, bensì stabile e duratura. In relazione al grado di incapacità finalistica che caratterizza l'impresa e della rapidità ed intensità del processo degenerativo, possono individuarsi quattro tipologie di crisi, come di seguito sintetizzato graficamente<sup>17</sup>:

---

<sup>17</sup> Fonte: Moliterni, R., op. cit.

**Grafico 1: MATRICE DEL LIVELLO DI GRAVITÀ DELLO STATO DI CRISI**

		Intensità del processo degenerativo	
		<i>Alta</i>	<i>Bassa</i>
Incapacità verso il finalismo	<i>Alta</i>	<b>CRISI ACUTE</b>	<b>CRISI ATTENUATE</b>
	<i>Bassa</i>	<b>CRISI PROGRESSIVE</b>	<b>CRISI TENUI</b>

In relazione alla volontà ed alla capacità dei soggetti coinvolti a contribuire al risanamento, alle tipologie di crisi sopra evidenziate è possibile attribuire un maggiore o minore grado di reversibilità.

Tornando ai fattori che ingenerano il declino e quindi la crisi aziendale, essi vengono tradizionalmente separati in due macro-categorie:

- fattori negativi esterni;
- fattori negativi interni.

I fattori negativi **esterni** sono sostanzialmente riconducibili al sistema Paese, inteso come contesto politico, economico e sociale con cui l'impresa interagisce: la competitività dell'impresa è, infatti, anche un riflesso della competitività del sistema Paese in cui essa opera. Instabilità politica, mancanza o carenza di infrastrutture, carenza di capacità imprenditoriali e di formazione manageriale, carenza di investimenti nella ricerca, debolezza del sistema bancario e finanziario, volatilità dei tassi d'interesse, fenomeni inflattivi, instabilità dei cambi, pressione fiscale elevata sono tutti fattori di contesto suscettibili di

minare alle fondamenta la prosperità di un'azienda. Ai fattori macro-economici e politici si sommano poi le specifiche complessità ascrivibili allo specifico settore di appartenenza: grado di maturità, barriere all'ingresso e all'uscita, pressioni competitive, concentrazione, regolamentazione pubblica etc.

In particolare, possono rappresentare fattori di discontinuità e dunque di incoerenza e di squilibrio:

- azioni aggressive della concorrenza;
- ingresso nel mercato di nuovi *competitors* dotati di particolari capacità finanziarie o di innovazione, o di un superiore grado di efficienza operativa;
- cambiamenti repentini nei bisogni della clientela, e dunque nella domanda, indotti anche da comportamenti innovativi della concorrenza;
- discontinuità tecnologiche;
- caduta di barriere all'ingresso, legata anche al venir meno di regimi protezionistici o di ostacoli "fisici" alla circolazione delle merci e dei flussi informativi.

I cambiamenti nella domanda possono rappresentare per le aziende altrettante opportunità che minacce, a seconda della flessibilità e della capacità tecnologica (e finanziaria) di cui l'azienda dispone per seguire (o anticipare) il mercato.

Altrettanto può dirsi delle discontinuità di carattere tecnologico, che possono sospingere rapidamente solide imprese in condizioni di crisi, modificando le coordinate del contesto competitivo, o addirittura il "paradigma" tecnologico di riferimento. Si pensi al diffondersi della tecnologia internet presso il pubblico dei consumatori nell'acquisto di viaggi ed a come questa circostanza abbia sottratto ampie quote di mercato ai distributori che si servivano di canali tradizionali. La diffusione di internet è anche causa dell'ultima delle ipotesi considerate, poiché ha permesso la caduta di barriere fisiche che delineavano confini

tra i mercati, o meglio le ha rese sostanzialmente irrilevanti ai fini del *business*, permettendo ad imprese di molti settori di servire clienti anche a grandissima distanza fisica, grazie ad innovativi intrecci di flussi informativi (tra il venditore ed il cliente, da un lato, ed il cliente e chi provvedere alla materiale consegna, qualora non sia possibile una totale smaterializzazione del prodotto-servizio). Il diffondersi della tecnologia internet è un tipico esempio di cambiamento di paradigma, che ha condotto alla crisi aziende di numerosi settori, che non hanno saputo o potuto ricollocarsi adeguatamente ricollocarsi in questo nuovo consesso produttivo/distributivo.

Oltre a fattori di carattere smaccatamente economico, tecnologico e/o competitivo, vi sono circostanze di carattere più genericamente sociale, politico, sanitario che possono produrre un impatto negativo o addirittura catastrofico sull'equilibrio di aziende e di interi settori. Semplicisticamente, si pensi all'impatto degli eventi dell' 11 settembre 2001 sull'intera economia mondiale, o agli effetti dell'epidemia della BSE (la cosiddetta sindrome della "mucca pazza") o dell'influenza aviaria sul settore della produzione di carni rispettivamente bovine ed aviarie.

I fattori negativi **interni** – riconducibili al contesto delle incoerenze interne – si concretizzano nell'inadeguatezza di modelli strategici, gestionali ed organizzativi attuati dall'imprenditore o dal *management*. Tipico fattore interno, riconducibile però ai rapporti dell'azienda con l'esterno, è la mancanza di elasticità gestionale e l'incapacità di percepire l'evoluzione del contesto di riferimento e di seguirla e/o anticiparla. È questo un evidente problema di inadeguatezza delle risorse umane agli obiettivi da raggiungere.

Tipici fattori interni di crisi aziendale sono i seguenti:

- inefficienza;
- eccesso di capacità produttiva e rigidità;

- decadimento ed obsolescenza dei prodotti, carenze ed errori di *marketing*;
- incapacità nella programmazione di obiettivi e percorsi, nonché nella misurazione e nel controllo dei risultati;
- struttura finanziaria inadeguata.

L'inefficienza, come noto, è legata a situazioni di improduttività che non permettono all'azienda di generare un determinato *output* con il “giusto”, adeguato dispendio di risorse, ossia con un impiego di *inputs* ragionevolmente in linea con quello della concorrenza.

Di conseguenza, l'azienda non genera una redditività allineata o superiore a quella dei *competitors*. Tipicamente l'inefficienza si annida nelle funzioni in senso stretto produttive dell'azienda (essendo legata, ad esempio, all'impiego di macchinari obsoleti, ovvero ad una dimensione degli impianti inadeguata – tipicamente, sovradimensionata – rispetto a quanto il mercato è in grado di assorbire). La rigidità della struttura produttiva aziendale è anch'essa causa di inefficienza, poiché preclude all'azienda la possibilità di adeguarsi tempestivamente, e dunque di adeguare altrettanto tempestivamente la propria struttura dei costi, alle alterne fortune dei mercati in cui essa opera. La crisi da sovracapacità può avere il suo abbrivio nei mutamenti dei bisogni espressi dal mercato, nelle tendenze di consumo, nella struttura mondiale dei mercati (si pensi ai mercati orientali con i loro enormi flussi di merci a basso prezzo). È proprio nell'ottica di accrescere il loro livello di flessibilità che, negli ultimi decenni, le aziende hanno fatto in modo crescente ricorso all'*outsourcing*, preferendo configurazioni produttive il più possibile “leggere”, anche se più costose rispetto all'alternativa della internalizzazione.

L'inefficienza può frequentemente rinvenirsi anche in altre aree, ad esempio quella degli approvvigionamenti, ovvero nella funzione commerciale / distributiva (una rete di

distribuzione non sufficientemente capillare o mal tarata in relazione alle caratteristiche delle diverse aree, agenti/distributori non sufficientemente competenti rispetto alle caratteristiche del prodotto da collocare etc.).

Altre cause interne di declino risiedono spesso in errori relativi al *marketing* ed alla comunicazione, con campagne spesso sproporzionate, in positivo od negativo, rispetto ai pubblici da raggiungere od ai messaggi da veicolare, nonché incoerenti rispetto alla *mission* che l'azienda si è data ed alla sua immagine "storica".

Altre volte, *performance* negative nascono dall'incapacità di definire con chiarezza i percorsi da intraprendere, in termini di: specificazione degli obiettivi per l'azienda e per ciascuna sua funzione, nonché di pianificare le azioni da svolgersi nella direzione del conseguimento di tali obiettivi, e di misurare, a posteriori, quanto conseguito rispetto a quanto pianificato, onde poter individuare le azioni correttive. Oltre alle carenze del sistema di programmazione e controllo, può darsi il caso opposto della ipertrofia di questo, con la conseguente burocratizzazione della gestione.

Può concorrere a situazioni di *performance* carente dell'impresa anche una struttura finanziaria carente, con un indebitamento sproporzionato o troppo costoso rispetto alla redditività operativa. Al di là della struttura finanziaria – più o meno equilibrata – talvolta si riscontrano situazioni di inefficienza nelle scelte di finanziamento (a parità di struttura) nel senso che l'azienda non riesce, per incapacità negoziale, disattenzione, incompetenza eccetera, a spuntare buone condizioni sul mercato, ovvero ricorre a forme di finanziamento più costose di altre altrettanto adeguate alle esigenze aziendali.

#### **I.4 La prevenzione e la diagnosi della crisi**

Frequentemente le crisi non hanno portata e caratteristiche da tali da prefigurare necessariamente l'estinzione dell'impresa. Talvolta la crisi rappresenta, al contrario, un momento di discontinuità nella storia dell'azienda, a partire dal quale l'evoluzione aziendale riparte con rinnovato slancio.

Perché ciò possa verificarsi, è però necessario che la crisi venga diagnosticata, e quindi affrontata e poi risolta in modo tempestivo, cioè prima che i suoi effetti si siano propagati al tessuto aziendale in misura tale da annullarne la vitalità e la capacità di reazione.

Perché un valido programma di interventi correttivi possa essere definito, e quindi attuato, è necessario dunque che lo stato degenerativo in cui l'azienda versa venga, in un tempo il più breve possibile, acclarato e riconosciuto come tale presso i vertici decisionali.

Questa capacità di discernimento tra situazioni di fisiologica tensione e fattispecie degenerative dipende essenzialmente da due ordini di fattori:

- l'esistenza di un sistema informativo capillare, capace di percepire le anomalie in modo tempestivo e di veicolare l'informazione di allarme o pre-allarme ai destinatari più idonei a riceverla ed interpretarla;
- la capacità nei destinatari dell'informazione di darne una lettura critica, obiettiva e "disincantata". Va detto che, in termini generali, coloro che detengono il potere decisionale, e che dunque, possono essere in una qualche misura considerati responsabili dello stato di difficoltà, hanno, per ovvie ragioni, maggiori resistenze ad interpretare obiettivamente la reportistica, quando occorra riconoscere nei dati segnali di degenerazione, rispetto a lettori "esterni" comunque "terzi" al potere manageriale.

Difatti, come affermano Sicca ed Izzo, <<il *management* esistente in realtà appare non poche volte come l'ultimo ad ammettere che l'impresa è in una situazione da *turnaround*>>, ossia in una situazione di difficoltà tale da richiedere drastiche misure di intervento<sup>18</sup>. Al contrario, l'evidenza empirica dimostra che è proprio nei casi di crisi, e presumibilmente per occultare la crisi stessa, che presso il *top management* si diffondono i comportamenti più gravemente fraudolenti (a partire da rappresentazioni contabili scorrette fino al fantasioso – il cosiddetto *aggressive accounting* -, fino ad attività lesive dell'integrità del patrimonio aziendale), i quali, come è ovvio, aggravano ulteriormente lo stato delle cose. Casi come Parmalat<sup>19</sup> (di cui si discorrerà diffusamente in seguito) e Cirio risultano essere “esemplari”, in questo senso<sup>20</sup>.

Secondo Moliterni, il primo passo dell'attività di diagnosi è la percezione di una situazione di incoerenza. Tuttavia percepire l'incoerenza è condizione necessaria, ma non sufficiente, a produrre un'attività di diagnosi da parte del vertice imprenditoriale. Per avviare le attività diagnostiche vere e proprie, occorrerà anche che l'incoerenza sia giudicata rilevante nel condizionare negativamente le sorti future dell'impresa. In tale giudizio è implicita una forte componente di soggettività, per cui nell'esercizio della facoltà di giudizio è insito il rischio di una sottovalutazione della situazione presente e dei suoi possibili sviluppi, dovuta generalmente al rifiuto di prendere atto di una realtà indesiderata e sgradevole da affrontare.

È possibile individuare, su una base prettamente empirica, una casistica di massima di situazioni la cui ricorrenza dovrebbe allarmare il vertice imprenditoriale e/o

---

<sup>18</sup> Sicca L., Izzo F., “La gestione dei processi di turnaround”, Edizioni Scientifiche Italiane – Milano (1995)

<sup>19</sup> Capolino G., Massaro F., Panerai P., “Parmalat– La grande truffa”, Class Editori - Milano (2003)

<sup>20</sup> È per questo, peraltro, che, riconosciuta la situazione di crisi, il cambio di *management* rappresenta quasi sempre il primo indispensabile passaggio di un processo tendente ad affrontare e risolvere lo stato di crisi, oltre che per il fatto che i *manager* che hanno condotto, più o meno colpevolmente, l'azienda ad una situazione patologica, scontano immancabilmente una perdita di credibilità, e la loro sostituzione rappresenta un chiaro ed opportuno messaggio di discontinuità e di cambiamento per gli interlocutori dell'azienda.

manageriale sul grado di prosperità dell'azienda, in quanto sintomatiche di un possibile squilibrio. I “sintomi” di uno stato patologico possono essere di natura qualitativa e/o quantitativa. Tra i sintomi **qualitativi** che, singolarmente ma soprattutto congiuntamente, segnalano una condizione precaria dell'azienda rientrano senz'altro i seguenti:

1. **fuoriuscita di *managers* e *professionals* altamente qualificati**: è una circostanza che determina un evidente depauperamento dell'azienda, poiché sempre il capitale umano rappresenta un fattore di produzione la cui qualità è determinante per la competitività dell'impresa. Va inoltre considerato che *managers* e figure professionali hanno una percezione molto sensibile e “ravvicinata” dello stato dell'azienda e delle sue prospettive (essendo, ad esempio, a contatto con la clientela e conoscendone gli umori ed il grado di soddisfazione; conoscendo il mercato in cui operano e le tendenze che lo attraversano), per cui fuoriuscite non isolate hanno frequentemente il significato che il personale più *high-skilled* dell'azienda valuti che l'azienda stessa non sia più in grado di soddisfare le aspettative di sviluppi soddisfacenti di carriera, e che dunque la stessa presenti prospettive declinanti. Peraltro, la fuoriuscita di “risorse-chiave”, che spesso rivestono ruoli di *leadership*, rappresenta spesso un pesante fattore di demotivazione di tutto il personale.
2. **inasprimento dei rapporti con la comunità finanziaria**, con maggiore difficoltà ad accedere al credito e maggiore onerosità del credito stesso. Anche in questo caso, l'irrigidirsi delle banche rappresenta un elemento di allarme, stante la visuale privilegiata di cui le stesse godono sull'effettivo andamento dell'azienda (dinamica degli incassi da clienti, dei pagamenti a fornitori eccetera).

3. **peggioramento dei rapporti con i fornitori**, che restringono le dilazioni all'azienda o addirittura, nei casi più avanzati, si rifiutano di continuare a servirla avendone percepito l'incapacità, attuale e/o prospettica, di adempiere agli impegni assunti.
4. **peggioramento dei rapporti con i clienti**, che riescono a spuntare migliori condizioni presso la concorrenza cui, quando lo stato di crisi comincia a palesarsi, attribuiscono anche una maggiore affidabilità;
5. **carenza di strategie di ampio respiro**, con la tendenza a privilegiare un'ottica di breve periodo ed obiettivi immediati. Tipicamente nelle aziende in difficoltà si osserva la tendenza a mettere in atto politiche (anche contabili) volte ad accrescere gli utili (ovvero a contenere le perdite) nell'immediato, a discapito della solidità di medio-lungo periodo dell'azienda. Un classico esempio di tale tipo di tattiche consiste nella riduzione delle spese di *marketing* ovvero degli investimenti in ricerca e sviluppo: trattasi di misure che, permettendo risparmi considerevoli, preservano apparentemente l'equilibrio economico-finanziario dell'azienda, minandone però al contempo le basi della redditività di medio-lungo termine;
6. **rapporti conflittuali con i dipendenti** e le loro rappresentanze sindacali, specie nel momento in cui si annunciano interventi finalizzati al risparmio attraverso "tagli" al personale;
7. **caduta dell'immagine dell'azienda e dei suoi prodotti**. Quando un clima di sfiducia generalizzata si diffonde, il prestigio dell'azienda, del suo marchio, della sua produzione ne viene inficiato. Specie se la produzione è rappresentata da beni di tipo durevole, i clienti – consumatori avvertono il timore che detti beni possano perdere valore repentinamente in futuro (si pensi all'ipotesi che

vengano meno i servizi di assistenza post-vendita, manutenzione, riparazione, nel caso l'azienda in crisi fallisca). Inoltre, l'azienda minacciata nella sua sopravvivenza, ricorre spesso alla riduzione degli *standard* qualitativi dei suoi prodotti, con evidente impatto sull'attrattività dei prodotti stessi e quindi del *brand* aziendale.

Tra i principali sintomi di natura quantitativa, anch'essi non suscettibili di una elencazione esaustiva ma soltanto esemplificativa, possiamo elencare i seguenti:

1. **Calo tendenziale della redditività operativa:** poiché la redditività operativa riferisce dell'andamento del "cuore" della gestione aziendale (escludendo le componenti finanziaria, straordinaria e fiscale), essa è l'indicatore in assoluto più importante della capacità aziendale di generazione di ricchezza. Un suo calo non occasionale deve sempre rappresentare un chiaro elemento di allarme.
2. **Riduzione tendenziale dei flussi di cassa.** I flussi di cassa seguono quelli reddituali, generalmente in ritardo poiché la manifestazione finanziaria di fatti economici è contemporanea o, più spesso, segue gli stessi, mentre molto più raramente li anticipa. I flussi di cassa, nell'interpretazione di molti autori, tra cui Guatri, hanno un'importanza molto minore dei flussi reddituali nel misurare la *performance* aziendale, anche a causa della loro connaturata "erraticità"; tuttavia occorre riconoscere che essi presentano la prerogativa dell'oggettività, rispetto alle grandezze economiche, che sono sempre il risultato di stime (stime, ad esempio, relative alle scorte, ovvero all'ammortamento dei beni durevoli). Va detto però che non sempre flussi di cassa risicati o (anche pesantemente) negativi indicano decadenza dell'impresa: essi sono da considerarsi del tutto fisiologici nella fase di

avvio dell'impresa, o quando comunque è in atto un programma di investimenti ambizioso.

3. **Perdita di quote di mercato.** È questo un segnale forte ed incontrovertibile del declino aziendale, che segna la crescente incapacità dell'azienda di confrontarsi vittoriosamente con l'agone competitivo di riferimento, specie se tale perdita risulta reiterata nel tempo. Frequentemente questa situazione scaturisce da azioni aggressive o innovative della concorrenza, ovvero da un'evoluzione del mercato e dei bisogni che l'azienda non è in grado di seguire. In periodi di intensa crescita del mercato, questo segnale può non essere percepito con chiarezza dal *management*, soprattutto se accompagnato da una crescita, in valore assoluto, del fatturato, rappresentando così il sintomo prodromico di quel declino che Guatri definisce "strisciante", che abbisogna cioè di un lungo periodo di "incubazione".
4. **calo del fatturato.** È un segnale sempre molto negativo, specie se accompagnato da politiche aggressive sui prezzi volte a spingere le vendite. È un segnale che va comunque interpretato alla luce dell'andamento generale del mercato di riferimento.
5. **deterioramento della struttura finanziaria,** che tipicamente presenta una accelerazione frenetica del ricorso all'indebitamento a breve, anche a fronte di investimenti di medio-lungo termine.
6. **aumento delle perdite su crediti,** come conseguenza di una selezione meno attenta sulla clientela, allo scopo di alimentare il fatturato.
7. **aumento dei debiti operativi (di fornitura) in rapporto agli acquisti:** tanto, evidentemente, a causa delle difficoltà sperimentate dall'azienda ad adempiere in modo puntuale agli impegni di pagamento assunti.

8. **peggioramento degli indicatori di produttività** (valore della produzione per dipendente, margine operativo lordo e netto per dipendente, indici di rotazione etc.), in conseguenza del rallentamento dell'operatività e del calo degli investimenti.
9. **crescita delle scorte in rapporto al fatturato**, soprattutto in quelle aziende che producono “per il magazzino” e non su commessa, e che si trovano ad accumulare giacenze a fronte di cali non previsti dei livelli di domanda.
10. **taglio dei costi connessi alla pubblicità** e, più in generale, **al marketing**, nonché **all'innovazione** ed alla ricerca, con conseguente rallentamento dei lanci di nuovi prodotti (e progressivo depauperamento del portafoglio prodotti) e decadimento della visibilità e della riconoscibilità del marchio.
11. **taglio degli investimenti**, con la evidente motivazione di evitare di assoggettare l'azienda ad ulteriori pressioni; molto spesso allentare le politiche di investimento riflette anche il sentimento di sfiducia che si diffonde facilmente nell'azienda declinante.

Questi sintomi di squilibrio di carattere quantitativo, ossia misurabile, sono talvolta riscontrabili “ad occhio nudo” nella lettura dei bilanci ovvero dei dati della contabilità interna (“gestionale”). Tuttavia essi assumono un significato più evidente ed immediato quando vengono elaborati e sintetizzati nell'analisi per indici e per flussi, della quale si parlerà più diffusamente nel capitolo II, al quale si rimanda. Attraverso il calcolo di *ratios* e flussi, diventano immediatamente visibili informazioni critiche sulla *performance* economico-finanziaria dell'azienda (a titolo esemplificativo: redditività del capitale investito, del capitale netto, delle vendite, livello di equilibrio della struttura patrimoniale e finanziaria, capacità di generazione di *cash flow* eccetera). Queste informazioni, valutate sia in senso assoluto che in chiave tendenziale (attraverso un confronto intertemporale tra gli stessi indicatori in tempi diversi) ed in chiave

comparativa (rispetto ad indicatori analoghi calcolati per aziende concorrenti) forniscono un primo importante “quadro clinico” dello stato complessivo di salute dell’azienda.

Va osservato come gli squilibri quantitativi rappresentano l’effetto finale di quegli squilibri che abbiamo qualificato come qualitativi, che si manifestano per primi, configurandosi come le cause di un decadimento che attiene all’economia stessa dell’impresa e che solo in un momento successivo i “numeri” riescono a “catturare” e quindi misurare.

Più proficuo che correggere le situazioni di crisi è, naturalmente, prevenirle, evitando che l’azienda imbocchi percorsi declinanti, ovvero che situazioni di incoerenza si cronicizzino, minando lo stato di salute complessivo dell’azienda. Con l’aumento della instabilità ambientale, dei livelli di complessità delle imprese conseguenti alle tendenze alla globalizzazione, della velocità dell’economia (con il conseguente abbreviarsi dei cicli) è aumentato il rischio che le aziende corrono di restare travolte da processi degenerativi non corretti sul nascere o comunque tempestivamente.

È in quest’ottica che un approccio basato su analisi ed interventi “*ex-post*” si rivela insufficiente, mentre si palesa l’opportunità di un approccio più ampio, all’interno del quale trovino un adeguato spazio anche analisi ed interventi “*ex-ante*”, tali da prevenire l’insorgenza della crisi, allontanando o riducendo il rischio che la crisi stessa si manifesti.

Gli strumenti di prevenzione delle crisi aziendali sono legati, innanzitutto, all’esistenza di un valido sistema di controllo di gestione, che permetta:

- a) in fase programmatica di analizzare l'ambiente e il settore al fine di definire obiettivi e strategie coerenti e compatibili con i dati previsionali sugli andamenti delle variabili interne ed esterne;
- b) in fase di implementazione, di verificare progressivamente se i risultati conseguiti sono in linea con i piani e di controllare se le variabili esterne poste a base della pianificazione si stanno evolvendo secondo quanto previsto o in modo difforme.

Il sistema di controllo di gestione deve essere congegnato in modo da avere un grado di dettaglio sufficiente a rintracciare non solo le disfunzioni (differenze negative tra risultati ed obiettivi) ma anche le cause che tali disfunzioni hanno originato, nonché le aree funzionali in cui esse si sono prodotte. Va da sé che un sistema di controllo di gestione che possa considerarsi adeguato debba presentare un grado di complessità che è funzione diretta della complessità dell'azienda e dei suoi processi.

È sempre necessaria una struttura tecnico-contabile non limitata ai tradizionali strumenti della contabilità generale ma impostata su un sistema di contabilità analitica di costo (e ricavo), che permetta di evidenziare attribuzioni di spesa pervenendo a rilevare risultati riferibili a famiglie di prodotti, a centri di responsabilità, aree strategiche d'affari, funzioni etc., in stretta connessione con la configurazione organizzativa di cui l'azienda si è dotata.

Al sistema di controllo di gestione è, nei casi più evoluti, un *Crisis Management Plan* (CMP), di ideazione anglo-sassone. Un *Crisis Management Plan* è uno strumento sistematico di prevenzione delle crisi e di gestione delle prime manifestazioni di un fenomeno di declino. Esso può essere più o meno dettagliato: può arrivare a stabilire cosa debba fare la singola persona di fronte a ciascuna circostanza critica, ovvero «stabilire le principali aree di responsabilità e quali cambiamenti nelle strutture e nelle procedure

debbano aver luogo in presenza di situazioni di crisi<sup>21</sup>>>. Generalmente il CMP viene adottato soltanto da imprese di dimensioni grandi o medio-grandi, e quasi sempre esso si riferisce a criticità di natura interna, essendo più difficilmente applicabile alle anomalie di natura esterna, per loro natura più variegata e difficilmente “catalogabili” a priori. Il CMP ha trovato ampia diffusione negli USA e in Gran Bretagna, in misura minore esso è stato adottato nell’Europa continentale. Questo a causa di fattori di natura eminentemente culturale.

Vale la pena, in questa sede, di citare un modello sintetico per la valutazione dello stato di salute di un’azienda, lo “Zeta – Score” di E.I. Altman, risalente al 1968, e che può considerarsi il capostipite dei modelli per la previsione dell’insolvenza<sup>22</sup>. Il modello si fonda su una funzione di cinque variabili, ciascuna misurata con un opportuno peso. La funzione è la seguente:

$$Z=1,2X_1+1,4X_2+3,3X_3+0,6X_4+0,99X_5$$

Dove:

$Z$  = indice generale dello stato di salute dell’azienda;

$X_1$  = capitale circolante diviso per il totale delle attività

$X_2$  = utile non distribuito diviso per il totale delle attività

$X_3$  = utile prima degli oneri finanziari e delle imposte diviso per il totale delle attività

$X_4$  = valore di mercato del capitale diviso per il valore totale delle passività

$X_5$  = vendite divise per il totale delle attività.

La prima applicazione del modello da parte di Altman, riferita a 33 aziende sane e a 33 aziende in difficoltà, dimostrò che tutte le aziende con un punteggio inferiore a 1,8 erano da considerare ad alto rischio di insolvenza (ed in effetti si dimostrarono poi in gran parte

---

<sup>21</sup> S.A. Booth, “Crisis Management Strategy”, Routledge, Londra e New York, 1993.

<sup>22</sup> E.I. Altman, “I modelli di previsione delle insolvenze: loro applicazioni alla gestione d’impresa”, in “Finanza, Marketing e Produzione” n. 4, 1985.

insolventi); quelle con un punteggio superiore a 3 erano in perfetta salute, e quelle con un punteggio compreso nel *range* 1,8-3 erano in una situazione ambigua, dagli sviluppi incerti. In generale, nel modello descritto, ad un più alto punteggio corrisponde un migliore stato di salute dell'azienda.

I moderni studi di *management accounting* individuano sofisticate metodologie di analisi quantitativa aziendale a supporto dei processi gestionali, stante l'insufficienza degli strumenti tradizionali, che sono prevalentemente orientati al passato e non permeabili ai segnali di variabilità ambientale (*activity based costing, benchmarking* etc.).

Le informazioni fornite dal sistema devono essere non solo attendibili e sufficientemente articolate, ma anche, come detto, sufficientemente tempestive da permettere di organizzare ed eseguire interventi correttivi prima che la situazione aziendale degeneri.

Al di là degli strumenti quantitativi di monitoraggio dell'andamento aziendale, occorre che l'azienda stessa, nella sua struttura e nella sua operatività, presenti alcune caratteristiche che possano arginare i rischi di incorrere in situazioni critiche, ovvero agevolarne una rapida soluzione. In quest'ottica, sarebbe auspicabile che, pur nei limiti consentiti dalla rigidità insita nella struttura stessa dell'impresa, l'azienda presentasse la capacità di reagire rapidamente al cambiamento innescato da mutamenti (sfavorevoli) nelle condizioni ambientali e di mercato<sup>23</sup>, essendo dotata di un buon grado di flessibilità.

Numerosi possono essere i fattori di rigidità all'interno dell'impresa; tra i più comuni l'elevato grado di indebitamento (che rende difficile sollecitare il sistema creditizio a finanziare interventi correttivi imprevisti), una struttura dei costi caratterizzata dalla prevalenza delle componenti fisse su quelle variabili, una struttura organizzativa pesante,

---

<sup>23</sup> Cfr. M. Zito, "Fisiologia e patologia delle crisi d'impresa", Giuffrè Editore, 1999

contratti di fornitura rigidi ed impegnativi per lunghi periodi e via di seguito. Tali fattori frequentemente limitano la capacità dell'azienda di opporsi ai processi degenerativi. In pratica, la crisi si produce come risultato della frizione tra l'eterno dinamismo delle variabili esterne e la prevalente tendenza alla rigidità del sistema aziendale.

L'esempio più frequente di tale fattispecie si rinviene nelle situazioni in cui, di fronte ad una contrazione della domanda, l'azienda non è in grado di adeguare tempestivamente la propria struttura produttiva e di costo, rimanendo intrappolata in una condizione di sovracapità che, nel lungo andare, ne contrae la redditività fino al punto da generare perdite.

I fattori di rigidità più tipici sono:

- a) la proprietà degli immobili e degli impianti, in luogo della loro acquisizione con contratti di locazione (anche finanziaria);
- b) le scelte di internalizzazione di fasi del processo produttivo in luogo dell'*outsourcing*;
- c) l'assunzione di personale a tempo indeterminato in luogo del ricorso a contratti temporanei;
- d) il ricorso a contratti di fornitura di lunga durata in luogo di soluzioni a carattere "occasionale" o comunque di durata limitata.

Va detto che le soluzioni di tipo "rigido", le prime delle dicotomie enunciate, sono caratterizzate da costi più contenuti delle seconde, per cui esiste un *trade-off* tra economicità "immediata" e flessibilità, che è importante gestire con attenzione. In altri termini, la flessibilità è un'arma competitiva che ha certamente la sua onerosità, che in genere non ha molta ragione di essere sostenuta quando l'azienda abbia uno "zoccolo duro" di operatività non ciclica, ed almeno con riferimento ad essa.

Sul piano finanziario, le considerazioni sulla flessibilità sono piuttosto immediate, poiché l'azienda è tanto più flessibile quanto meno è dipendente finanziariamente da terzi, ovvero quanto più è patrimonialmente solida: questa condizione le permette, infatti, la massima autonomia decisionale possibile, oltre a consentire un agevole ricorso al credito ove le necessità lo suggerissero.

## I.5 La struttura finanziaria come fattore di solidità o di vulnerabilità dell'azienda

Prima di soffermarci sulla interazione tra struttura finanziaria e grado di vulnerabilità dell'azienda, occorre una premessa sul concetto stesso di struttura finanziaria, per poter poi evidenziare, a grandi linee, quando essa possa dirsi in equilibrio, quando indebolita e precaria, quando, infine, compromessa a tal punto da configurare una situazione di crisi.

Secondo Briley e Myers<sup>24</sup>, la struttura finanziaria è costituita dall'insieme dei titoli emessi da un'impresa per accedere alle risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività.

Nella pratica aziendale, finanziaria e bancaria, per far emergere la struttura finanziaria di un'azienda si *riclassifica* lo Stato Patrimoniale di questa, secondo uno schema che contrappone al Capitale Investito Netto l'insieme delle Fonti di Finanziamento. In questa ottica, tutti i debiti di natura operativa, sia di breve (fornitori, altri debiti operativi a breve) che di medio/lungo termine (fondo TRF, altri fondi spese), cessano di essere considerati fonti, e vengono detratti direttamente dal gruppo di poste dell'attivo cui attengono per la loro natura e durata. I debiti operativi a breve vengono così detratti dall'attivo operativo corrente, evidenziando il CCNO (Capitale Circolante Netto Operativo); i fondi spese ed i debiti operativi a breve vengono detratti dall'attivo immobilizzato, evidenziando così l'Attivo Immobilizzato Netto. La stessa liquidità non compare, come tale, nel bilancio riclassificato, essendo detratta (in quanto attività "non tipica") dai debiti finanziari nel calcolo della Posizione Finanziaria Netta (PFN) che, con il Patrimonio netto, forma l'insieme delle fonti di finanziamento dell'attivo.

Attraverso le riclassificazioni e le elisioni qui sinteticamente espresse, lo stato patrimoniale dell'azienda viene rappresentato secondo la seguente semplificazione:

---

<sup>24</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, Mc Graw – Hill, 1990.

#### STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO SINTETICO

Crediti operativi a breve .....	Passività finanziarie a breve .....
Magazzino .....	Passività finanziarie a m/l termine .....
Altre attività operative a breve .....	(Liquidità) .....
(Debiti operativi a breve) .....	<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA ( C )</b> .....
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO (A)</b> .....	
Immobilizzazioni nette .....	Capitale sociale .....
(Fondo TFR) .....	Riserve .....
(Altri fondi a m/l termine) .....	<b>PATRIMONIO NETTO (D)</b> .....
<b>ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO (B)</b> .....	
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO (A+B)</b> .....	<b>FONTI DI FINANZIAMENTO (C+D=A+B)</b> .....

Come è evidente, in aggiunta alle elisioni descritte, tendenti a far emergere lo “scheletro” stesso della struttura finanziaria, le poste dell’attivo e del passivo sono elencate secondo un criterio decrescente rispettivamente, per l’attivo e per il passivo, di liquidità (intesa come attitudine ad essere trasformate in cassa) ed esigibilità. Questo schema di riclassificazione considera infatti l’attivo ed il passivo in un’ottica squisitamente finanziaria.

È evidente, infatti, che i crediti siano per loro natura più “liquidi” del magazzino, o degli immobili o impianti aziendali; per contro, è evidente che la posizione finanziaria netta, esprimendo l’indebitamento verso soggetti estranei alla compagine societaria, presenta una esigibilità, e dunque un potenziale di “sollecitazione”, di escussione dell’azienda maggiore dei “Mezzi Propri” (Patrimonio Netto).

Infatti la Posizione Finanziaria Netta sintetizza il valore dei mezzi di terzi con cui l’attività è finanziata. La liquidità viene sottratta ai debiti sia in quanto “non operativa” in senso stretto che in quanto “riserva di cassa” teoricamente idonea ad estinguere debiti in misura pari al suo stesso valore. Può accadere che la PFN risulti negativa, ossia che la cassa sopravanzi i debiti finanziari: questo vuol dire che i mezzi propri, in realtà, finanziano tutta l’operatività, e ne residua (dopo la copertura degli investimenti operativi) una parte che, appunto, corrisponde alla PFN positiva.

Alcune riclassificazioni dello stato patrimoniale separano dalle altre tutte le attività di natura non strettamente operativa (ad esempio, titoli che non esprimono partecipazioni

strategiche) e le relative fonti di finanziamento, onde focalizzare l'attenzione sul nucleo operativo della gestione aziendale.

Nel capitolo seguente, il cui *focus* è sui bilanci delle aziende in crisi o interessate da fenomeni di declino, saranno esaminati alcuni indicatori (*ratios*) in grado di fornire importanti indicazioni sullo stato di equilibrio finanziario e patrimoniale che caratterizza l'azienda in un dato momento della sua storia.

In questa sede è però già possibile, ed opportuno, proporre delle considerazioni di carattere, per così dire, qualitativo.

In primo luogo, è auspicabile che il *management*, prima di formulare delle scelte di finanziamento, abbia ben chiare le caratteristiche (entità, "durevolezza" etc.) del fabbisogno finanziario da "coprire".

L'inesistenza o l'inadeguatezza delle previsioni finanziarie possono indurre a scelte fatte in modo "occasionale" e senza una chiara visione d'insieme a monte, che poi si sommano in strutture finanziarie approssimative e non "ottimali" rispetto alle caratteristiche del fabbisogno da coprire.

Al contrario, una strategia finanziaria appropriata consente di realizzare le opportunità di impiego convenienti e di rispettare gli impegni assunti verso le controparti commerciali o finanziarie. L'esigenza di una pianificazione finanziaria accurata è amplificata dal fatto che la finanza è, in definitiva, la cartina di tornasole di qualsiasi scelta aziendale, per cui le decisioni di investimento e quelle relative alla gestione corrente andrebbero sempre prese osservando con grande attenzione la dinamica finanziaria che originano.

Innanzitutto il fabbisogno va analizzato in relazione alla sua dinamica temporale: esso può essere legato a scelte di investimento orientate al medio-lungo termine e dunque *duraturo*, può essere altresì *duraturo* ma legato a poste continuamente rinnovabili, può essere

temporaneo e legato ad episodi non ricorrenti e/o non strettamente attinenti la gestione aziendale.

Un obiettivo da perseguire nella pianificazione finanziaria è quello della coerenza temporale tra le fonti e gli impieghi: occorre che ad impieghi durevoli (e dunque difficilmente liquidabili in tempi brevi) corrispondano fonti durature, viceversa, le poste a breve dell'attivo possono essere finanziate con fonti anch'esse di breve durata.

Il tipo di fabbisogno e la sua entità dipendono anche dalla fase del ciclo di vita che l'azienda sta attraversando: tipicamente le aziende assorbono cassa nelle fasi iniziali del lancio e dello sviluppo, mentre ne generano nella maturità; nel declino, in mancanza di nuovi investimenti, i flussi di cassa restano positivi per lungo tempo, pur assottigliandosi progressivamente.

In generale, va però detto che non esiste una struttura finanziaria ottimale in assoluto e per qualsiasi impresa. Il grado di indebitamento empiricamente osservato<sup>25</sup> dipende dal tipo di proprietà (le aziende a capitale pubblico sono mediamente molto più indebitate delle private), dalle dimensioni (le piccole risultano mediamente più indebitate delle medio-grandi), dal settore di attività (con un indebitamento particolarmente elevato in quelle aziende che richiedano investimenti in impianti particolarmente impegnativi, vedi le *utilities*).

A valle di tutto quanto evidenziato, occorre osservare che, quando si discorre di crisi di origine finanziaria, quasi sempre si fa riferimento a situazioni in cui la degenerazione finanziaria è sua volta effetto, e non causa, di squilibri di natura economica.

Ciò nondimeno, vanno analizzati i sintomi che rivelano uno squilibrio finanziario tale da prospettare una crisi di origine finanziaria:

---

<sup>25</sup> Si veda, ad esempio: Mediobanca, a cura di, "Dati cumulativi di 1760 Società Italiane", Milano, 1998.

1. carenza di mezzi propri e larga preponderanza dell'indebitamento rispetto a questi;
2. marcata prevalenza dell'indebitamento a breve su quello a medio/lungo termine;
3. squilibri tra investimenti duraturi e mezzi finanziari stabilmente disponibili;
4. scarsità o inesistenza di riserve di liquidità;
5. difficoltà ad eccedere al credito e basso potere contrattuale verso le banche.

Tuttavia, lo ribadiamo ancora una volta, la componente finanziaria (a meno di scelte avventate di finanziamento *ab origine*) *rende manifesta la crisi*, ma non la causa.

Le scelte avventate di finanziamento *ab origine* possono, ad esempio, riguardare una dotazione di mezzi propri insufficiente rispetto al fabbisogno. Come già accennato, una abbondante dotazione di *equity* rende l'azienda finanziariamente elastica (anche perché adatta a reperire tempestivamente nuova finanza) ed economicamente più solida (perché in grado di assorbire perdite anche ingenti senza compromettere il necessario equilibrio tra attività e passività, e meno gravata dal peso degli oneri finanziari).

La scelta di dotare l'azienda di mezzi propri inadeguati rispetto ai fabbisogni effettivi può risalire non solo all'epoca della sua nascita ma anche a momenti successivi: ciò accade, tipicamente, quando si effettuano acquisizioni (a prescindere dalla validità strategica di esse, in molti casi discutibile) con un ricorso eccessivo alla leva finanziaria, circostanza che può contribuire ad inasprire gli squilibri conducendo alla crisi conclamata nel momento in cui l'azienda, ad esempio, si trovi ad affrontare difficoltà congiunturali o di mercato.

## I.6 L'inefficienza come causa o concausa del declino

Tra le cause interne di declino e di crisi delle aziende, la più frequente e la più importante, in termini di impatto sulla vitalità aziendale, è quella legata alla presenza di situazioni di inefficienza.

L'inefficienza si verifica quando uno o più settori o funzioni dell'attività aziendale operano riportando risultati inferiori a quelli dei concorrenti (o dei più virtuosi tra i concorrenti) o comunque con delle *performance* non adeguate agli stessi obiettivi aziendali<sup>26</sup>.

Essa può manifestarsi con un livello di costi superiore alla media dei *benchmark* di riferimento, ovvero con una struttura di costo eccessivamente rigida e dunque inadeguata a seguire tempestivamente le fluttuazioni della domanda, o ancora in indicatori di rendimento dei fattori impiegati nell'attività insufficienti rispetto alle attese o, di nuovo, rispetto alle *performance* dei *competitors* di riferimento.

Lo stato di inefficienza può essere riscontrato nelle seguenti aree/funzioni di operatività:

- a) nell'area produttiva;
- b) nell'area commerciale / distributiva;
- c) nell'area amministrativa;
- d) nell'area organizzativa;
- e) nell'area finanziaria.

Il tipo di inefficienza che più frequentemente si riscontra a livello empirico è quella relativa alla funzione di produzione, con la conseguenza di costi non competitivi rispetto ad un livello prefissato di qualità dell'*output*: ciò comporta, di riflesso, che l'azienda si trovi nell'impossibilità di collocare sul mercato i propri prodotti a prezzi adeguati a quelli praticati dai concorrenti conseguendo, al contempo, una marginalità soddisfacente.

---

<sup>26</sup> Cfr. M. Zito, Op. Cit.

S. Sciarelli, "La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento delle piccole e medie imprese", CEDAM, Padova (1995)

L'inefficienza produttiva può dunque “ribaltarsi” in problemi di posizionamento di prezzo sul mercato.

L'inefficienza produttiva è spesso legata alla adozione di soluzioni tecnologiche inadeguate o rese superate dall'evoluzione tecnologica; essa viene rilevata attraverso il confronto con i principali concorrenti o con le medie settoriali effettuato relativamente a:

- costi di produzione (considerati in proporzione al fatturato o al valore della produzione);
- indicatori di efficienza (ad esempio: il fatturato o il valore della produzione per dipendente, il *turnover* dell'attivo, del capitale investito, del magazzino eccetera).

Nelle inefficienze produttive, intese in senso lato, possiamo far rientrare anche quelle relative all'approvvigionamento dei fattori produttivi, che si manifestano nell'acquisto degli stessi a condizioni penalizzanti rispetto a quelle sopportate dai concorrenti per forniture analoghe.

Le inefficienze della funzione commerciale sono rilevate da costi di vendita elevati rispetto a quelli della concorrenza, dovuti ad una rete commerciale ridondante, scarsamente organizzata o dotata di una capacità di penetrazione insufficiente, e dunque inadeguata a generare fatturati adeguati a coprire i costi che essa stessa origina.

Un personale di vendita ridondante, inadeguato o non adeguatamente formato o motivato, o formule contrattuali inadeguate con la rete degli agenti, una copertura insufficiente del bacino di mercato di riferimento sono esempi tipici di inefficienza della funzione commerciale e distributiva.

Anche questo tipo di inefficienze sono rilevabili con relativa facilità, attraverso un confronto con i concorrenti/ *benchmark*, effettuato sulla base di indicatori adeguati a

sintetizzare l'efficienza commerciale (il più immediato di essi è il confronto tra i costi commerciali ed il fatturato).

Un'area nella quale pure frequentemente si annidano inefficienze, che poi spesso debordano ostacolando e rallentando l'attività aziendale nel suo complesso, è quella relativa all'amministrazione. Questo tipo di inefficienze sono, per certi aspetti, più insidiose delle altre, in quanto più difficilmente percettibili e meno misurabili attraverso analisi di tipo quantitativo. In questo ambito, le situazioni più frequenti di inefficienza sono le seguenti:

- eccessiva complessità, formalizzazione e burocratizzazione delle procedure, che genera costi non proporzionati ai risultati;
- carenze del sistema informativo, che non garantisce una adeguata affidabilità dei dati prodotti, o l'elaborazione in tempi brevi di quelle informazioni necessarie a supportare in modo adeguato le scelte gestionali.

Talvolta si manifestano tipi di inefficienza più "generica", ossia connessa all'organizzazione stessa dell'azienda; i casi più frequentemente osservati sono i seguenti:

- assenza o carenza di programmazione a breve e a medio/lungo termine, ovvero di adeguati meccanismi di controllo "a valle" in merito al conseguimento degli obiettivi fissati (*feed-back*);
- errori nell'attribuzione di compiti e responsabilità, in relazione alle competenze di ciascuna risorsa, o ai reali carichi di lavoro, ovvero alla effettiva possibilità della risorsa responsabilizzata di agire realmente su quelle "leve" che permettono il conseguimento degli obiettivi assegnati.

A livello finanziario, le situazioni di inefficienza si traducono generalmente nella circostanza che l'azienda si finanzia ad un costo più alto dei concorrenti, o a tassi comunque più elevati di quelli teoricamente ottenibili sul mercato. Ciò a causa di incompetenza tecnica o incapacità negoziale delle risorse che hanno la responsabilità di reperire i finanziamenti sul mercato, ovvero per scelte inadeguate, a monte, in merito alla struttura finanziaria (un tipico esempio di scelta di finanziamento inefficiente e onerosa consiste nell'impiego di finanziamenti a breve per "coprire" impieghi di medio/lungo termine).

### **I.7 L'impatto sull'azienda del cambiamento ambientale: il cambiamento ingestito e l'errore manageriale colposo**

L'azienda è un organismo squisitamente sociale, sia al suo interno che nelle relazioni con l'ambiente esterno di riferimento. L'incessante evolversi dell'ambiente di riferimento si riverbera sempre sugli equilibri aziendali, comportando la necessità di un adeguamento tempestivo tale da evitare che il cambiamento, che talvolta può rappresentare una opportunità, si tramuti, invece, in una minaccia.

I cambiamenti cui l'azienda è chiamata a rispondere possono essere di tipo "specifico", relativo alle tendenze di mercato o della tecnologia, ovvero possono investire l'intero sistema politico, economico e sociale di riferimento (si pensi agli epocali cambiamenti introdotti dalla "caduta delle barriere" economiche, giuridiche di mercato in seguito al processo di integrazione economica), o ancora possono essere di natura squisitamente economica, ma di tipo così radicale da configurare un radicale cambiamento di coordinate, con l'affermarsi di un nuovo paradigma di riferimento.

Di fronte a cambiamenti della portata di quest'ultimo, è indispensabile che l'azienda riconsideri criticamente il proprio assetto produttivo, il suo interfacciarsi al mercato, la propria strategia, in generale la propria formula imprenditoriale, pena il rischio di espulsione dal mercato.

L'azienda deve evolversi in quanto sono a loro volta soggette a mutamenti le richieste cui deve dare risposta nei mutevoli contesti socio-tecnologici di riferimento; le trasformazioni della logica alla base del mondo aziendale richiedono corrispondenti trasformazioni della logica alla base del mondo del *management*, ma ciò frequentemente non accade, o accade con eccessivo ritardo, poiché il mondo manageriale è istituzionalizzato.

Le istituzioni che formano il mondo del *management* tendono verso quello che è stato definito come "conservatorismo dinamico"<sup>27</sup>: anziché adeguarsi continuamente alle

---

<sup>27</sup> D. Schin, "Beyond the stable talbe", New York, Random House (1991)

mutevoli logiche dell'azienda e del suo contesto, l'istituzionalizzato e burocratico mondo del *management* si sclerotizza e funge spesso da freno inibitore dell'evoluzione aziendale.

La “frizione” tra l'evoluzione aziendale e quella ambientale diventa stridente nel caso di cambiamenti di paradigma della portata di quello introdotto dalle tecnologie digitali, che ha reso superata la catena del valore come schema lineare di concettualizzazione delle attività produttive in favore di un modello reticolare, più duttile e mutevole quale quello della “costellazione del valore”<sup>28</sup>.

Come risultato della cosiddetta “rivoluzione digitale”, gli attori economici non si rapportano più tra loro secondo il modello semplice, unidirezionale, sequenziale sintetizzato dalla nozione della catena del valore. Il rapporto tra due attori tende ad essere molto più complesso di quanto lo schema “*make/buy*” sottostante alla catena del valore possa esprimere. Anziché aggiungere valore, uno dopo l'altro, i *partner* nella produzione di un'offerta partecipano alla produzione di valore attraverso svariati tipi di relazioni (reciproche) di “co-produzione”. In termini pratici, un esempio di co-produzione che configura il superamento della catena del valore, è Ikea: nell'offerta di questa azienda è prevista la partecipazione del consumatore alla creazione del prodotto acquistato (attraverso le attività di trasporto e montaggio); altro esempio di scuola attiene al mondo della comunicazione interattiva attraverso internet, in cui l'utente partecipa attivamente a creare i contenuti mediatici di cui fruisce.

Il passaggio dallo schema della catena del valore a quello della costellazione del valore ha avuto un impatto sull'economia paragonabile a quello prodotto dalla rivoluzione industriale, con la non trascurabile differenza che il cambiamento si è prodotto nell'arco di una manciata di anni, ossia in un lasso di tempo molto più breve.

---

<sup>28</sup> Normann R., Ramirez R., “Le strategie interattive d'impresa”, ETAS Libri 1995

Dunque questo cambiamento avrebbe richiesto una elasticità della classe manageriale che non sempre essa ha dimostrato, con la conseguenza che molte importanti realtà hanno finito per essere estromesse dall'agone di mercato.

La complessità del mercato e delle sue attese è cresciuta anche in relazione al moltiplicarsi dei contenuti immateriali, di valore, immagine, suggestione, appartenenza, associati ai prodotti e talvolta determinanti nella formulazione della scelta d'acquisto; questo fenomeno interessa tutta l'industria che si rivolge al consumo finale, ed in modo particolare alcuni settori, tra cui la moda, la cosmesi, il *design*, per i quali le caratteristiche oggettive e funzionalità "pratica" dell'offerta sono solo uno tra i parametri che influenzano le scelte di consumo.

Questa evoluzione è ben sintetizzata da M. Turinetta, in un articolo apparso su "Milano Finanza" del 19 marzo 2007, con particolare riguardo al complesso settore della moda e delle tendenze che lo attraversano. Turinetta evidenzia come la moderna cultura d'impresa sia orientata a perseguire in modo congiunto gli aspetti tangibili ed intangibili delle merci, così costruendo una scala valoriale associata alla materialità del prodotto ed in grado di contraddistinguerlo altrettanto efficacemente delle caratteristiche "reali" dello stesso. Le cose così acquistano valore non solo per le prestazioni materiali che forniscono, ma anche per i significati e le esperienze cui danno accesso.

L'impresa contemporanea così si concentra non solo sull'innovazione di prodotto, ma anche e soprattutto sul processo, per garantire l'unicità della sua offerta attraverso la interdisciplinarietà ed il trasferimento delle idee. La crescita costante del processo della conoscenza amplia la sua missione tipica di indagine per allargarsi alla realizzazione di un processo metodologico, dove l'attitudine al *cross-over* sfocia in una "creatività interdisciplinare".

E difatti le imprese che stanno riscontrando maggiore successo in questi anni sono proprio quelle fortemente orientate a stabilire ed alimentare *network* interdisciplinari di relazioni (si pensi alla moda che “si aggancia” al *leisure*); attraverso la *partnership* si crea, più che un bacino di clienti, una vera e propria *community* inclusiva, nell’ambito della quale scorgere e promuovere nuove opportunità di *business*.

Altri cambiamenti “paradigmatici” che si sono delineati negli scorsi anni riguardano la crescente importanza degli elementi di informazione contenuti in prodotti e servizi, la sempre maggiore sensibilità delle fasce più evolute di consumatori alla responsabilità sociale ed ambientale delle aziende, il salutismo, o comunque il diffondersi modelli di consumo alimentare più consapevoli che in passato. In altri casi la “rivoluzione” si è prodotta non tanto in merito ai contenuti del prodotto o servizio acquistato, quanto in relazione al canale distributivo: si pensi al diffondersi dell’*e-commerce*, che, già consolidatosi per alcune categorie di acquisti (viaggi, pacchetti turistici, prodotti editoriali), si sta via via estendendo anche a tipologie di consumo per le quali era stata preconizzata la inapplicabilità del modello distributivo “virtuale” basato su internet (abbigliamento, moda in genere, grande distribuzione alimentare).

Va da sé che quelle aziende cui sia sfuggita la portata, grande quanto la “impalpabilità” di questa evoluzione, si sono, in questi anni, auto-condannate alla marginalizzazione, così come quelle imprese che hanno ignorato o sottovalutato l’alterazione degli equilibri economici mondiali, sia in termini di “peso relativo” dei diversi continenti, che a livello di ripartizione, su scala mondiale, delle diverse competenze nella catena, o meglio nella costellazione, del valore<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Ci riferiamo al fenomeno del trasferimento delle attività in senso stretto produttive presso le economie del *far east*, caratterizzate da bassi costi di produzione, con l’accentramento presso le economie evolute delle attività a più alto valore aggiunto e contenuto immateriale (come la progettazione, il *design*, l’ingegnerizzazione etc.)

In questi casi, la crisi è legata non tanto o non solo al cambiamento ambientale, ma all'incapacità manageriale di affrontarlo con successo, trattandosi non di cambiamenti ingestibili (quali quelli legati ad eventi disastrosi, ovvero a cambiamenti tecnologici di portata tale da porre l'azienda nell'impossibilità di gestirli) ma di cambiamenti rimasti colpevolmente ingestiti, o non ben gestiti, o non tempestivamente gestiti, a causa dell'inadeguatezza e dell' "insensibilità" del *management*.

Per *management* "adeguato" si intende una Direzione aziendale che si è preoccupata di fondare la vita dell'impresa su basi durature e che è capace di realizzare solide formule imprenditoriali di successo, attraverso lo sviluppo di nuove iniziative ed il rinnovamento più o meno profondo di quelle esistenti<sup>30</sup>. L'impatto di un cambiamento sfavorevole è molto diverso, infatti, a seconda di come si configura la situazione iniziale dell'impresa in termini di capacità manageriale.

L'inadeguatezza (culturale ed analitica) del *management* si somma anche alla ritrosia della Direzione a riconoscere uno stato di crisi per evitare la conseguente assunzione di responsabilità.

È invece determinante che il *management* conservi la capacità di innovare e di restare critico rispetto al suo stesso successo, evitando di concentrare l'attenzione su quelle sole variabili che si sono dimostrate determinanti in passato, e ricordando che il momento di massimo successo dell'azienda può rappresentare l'inizio di una fase declinante. In un contesto dinamico, perpetuare modelli che in passato hanno conseguito successo non è garanzia di ripetere tale successo, al contrario, in molti casi garantisce perdita di competitività rispetto ad una concorrenza più proattiva e sensibile agli stimoli ambientali.

---

<sup>30</sup> V. Coda in AA.VV. "Crisi di impresa e strategie di superamento" Giuffrè, 1987. Coda ben evidenzia come il sopraggiungere di eventi e cambiamenti atti a rendere ostile un ambiente precedentemente favorevole avrà un impatto più o meno violento a seconda che il precedente successo poggiasse su basi fragili, destinate a crollare, o, al contrario, su una solida formula imprenditoriale e nitide visioni strategiche.

In altri casi, la crisi non viene indotta da incompetenza ed incapacità, ma da comportamenti fraudolenti, scientemente lesivi dell'integrità del patrimonio aziendale e contrari alle regole positive che disciplinano il vivere civile e tutelano l'attività economica in particolare.

La storia economica più recente è densa di casi di crisi aziendale innescati dalla violazione di norme poste a tutela dell'integrità del patrimonio delle società e della veridicità del sistema delle comunicazioni sociali.

I casi Enron, Worlcom, Tyco, ImClone, Mobilcom, e, per restare nella sfera di interesse nazionale, Freedomland, Cirio, il clamoroso *crack* di Parmalat, le fattispecie più recenti nell'ambiente bancario e finanziario (si pensi alle vicende che hanno interessato la Banca Popolare di Lodi, oggi Banca Popolare Italiana, sotto la gestione Fiorani) e quelle più "antiche" (il "quasi *crack* del Banco di Napoli e della BNL dei primi anni '90), con i connessi *crack* della Magiste di Stefano Ricucci e della rete di aziende facenti capo a Danilo Coppola, sono solo la punta dell'*iceberg* del complesso dei fenomeni di malversazione che da sempre interessano il mondo aziendale (e a maggior ragione quello finanziario, stante la "presa diretta" sul denaro, causa ultima di tali degenerazioni), salvo rendersi manifesti nel momento in cui la portata degli ammanchi non è più tale da poter essere occultata, e spesso producendo disastrosi effetti "a catena" su altre realtà collegate a quella in crisi.

L'osservazione dell'evidenza empirica indurrebbe a pensare che la persistenza, nei secoli, di fenomeni di corruzione che si manifestano presso l'alta dirigenza delle aziende e presso la stessa classe imprenditoriale resistano a qualsiasi recisione, e tanto a dispetto dei decantati progressi nel campo della trasparenza della *governance* societaria. La resistenza di tali forme di "devianza" alla pur incalzante evoluzione normativa induce a pensare che tali comportamenti affondino le loro radici nella natura stessa dell'uomo e nella sua condizione di fragilità sociale, e che solo in parte essi possano essere prevenuti o corretti attraverso un sistema di norme, più o meno articolato e complesso.

In una società orientata al benessere ed al successo, il cui parametro ultimo di misurazione è sempre riconducibile alla ricchezza economica, la motivazione di fondo della devianza manageriale ed imprenditoriale è nell'avidità di denaro, inteso non solo quale "chiave" di accesso a stili di vita agiati, ma come mezzo di affermazione dell'individuo nella sua sfera di socialità<sup>31</sup>.

Nel caso di *manager* distinti dalla proprietà, poi il rischio che l'azienda venga interessata da fenomeni di devianza è moltiplicato dal fenomeno dei "costi di agenzia", consistente nel fatto che il *manager*, in modo naturale, tenderà a perseguire, nella gestione dell'azienda, i propri personali obiettivi piuttosto che quelli dei soggetti che ho hanno investito del potere di amministrare l'impresa ed il patrimonio di questa. Senza considerare che l' "anxious vigilance" è naturalmente più presente rispetto ai propri averi personali che a quelli altrui.

Riguardo alle aziende quotate, alle tematiche comuni a tutte le aziende se ne aggiungono altre di specifiche, e connesse alla possibilità di lucrare attraverso scambi sul mercato, sfruttando la posizione di vantaggio di cui il *manager* gode rispetto alla conoscenza dell'effettivo andamento aziendale.

Prima dello *sboom* borsistico conseguente allo scoppio della "bolla internet", *managers* di società quotate avevano lucrato cifre da capogiro, vendendo sul mercato azioni delle società da loro amministrare immediatamente prima che le quotazioni crollassero.

Tali guadagni sono stati poi ricostruiti a posteriori, e quantificati in una tabella poi pubblicata da "Il Sole 24 Ore":

---

<sup>31</sup> Per Fromm l'avidità è conseguenza di una modalità esistenziale in cui l' "avere" predomina sull' "essere", generando competizione, antagonismo e paura. "Se l'avere è il fondamento del mio sentimento di identità perché <<io sono ciò che ho>> il desiderio di avere non può che condurre al desiderio di avere molto, di avere di più, di avere il massimo". Cfr. E. Fromm (1983), "Avere o essere", Mondadori, Milano.

<b>Società</b>	<b>Controvalore</b>	<b>Manager</b>
Qwest Communications	2.260	Philip Anschutz
Broadcom	2.080	Henry Samueli
Aol Time Warner	1.790	Steve Case
Gateway	1.270	Ted Waitt
Ariba	1.240	Rob DeSantis
Jds Uniphase	1.150	Kevin Kalkhoven
I2 Technologies	1.030	Sanjiv Sidhu
Sun Microsystems	1.030	Bill Joy
Enron	994	Lou Pai
Global Crossing	951	Gary Winnick
Charles Schwab	951	Charles Schwab
Yahoo!	901	Tim Koogle
Cisco Systems	851	John Chambers
Peregrine Systems	818	John Moores
Sycamore Networks	726	Gururaj Deshpande
Nextel Communications	615	Craig McCaw
Foundry Networks	582	Bobby Johnson
Juniper Networks	557	Scott Kriens
Infospace	541	Naveen Jain
Commerce One	531	Thomas Gonzales
AT&T	475	John Malone
Network Appliance	470	David Hitz
Inktomi	431	Paul Gauthier
Priceline	417	Jay Walzer
Vignette	413	Ross Garber

Dati in milioni di \$

Fonte: *il Sole 24 Ore*, 13 agosto 2002

Complessivamente, dalla tempestiva vendita dei titoli ottenuti grazie a meccanismi di *stock option*, gli *executives* di 1.035 aziende americane avevano incassato circa 66 miliardi di dollari, una cifra molto vicina a quella restituita agli americani in tagli fiscali nel 2001, e corrispondente al 5,68% del Prodotto Interno Lordo italiano dell'anno 2001!

Per quanto i recenti interventi normativi a sostegno della trasparenza della *governance* societaria e dell'efficienza mercati finanziari siano da salutarsi come necessari ed auspicabili, riteniamo che essi non saranno, per quanto ben congegnati, sufficienti a sradicare quelle pratiche fraudolente dalla vita aziendale e finanziaria che hanno trovato una "somma" espressione nel caso Parmalat, del quale di seguito tenteremo una ricostruzione.

## CAPITOLO II

### IL BILANCIO DELLE AZIENDE IN CRISI

#### II.1 Il bilancio come “specchio” della vitalità dell’azienda: limiti di rappresentatività

In generale, il bilancio è uno strumento per la rappresentazione periodica della dinamica aziendale in cifre. Esso viene redatto per quantificare l’accrescimento o il deperimento (reddito) registrato dallo *stock* di ricchezza dell’azienda (il suo capitale, composto da elementi attivi e passivi, la differenza tra i quali, come noto, costituisce il capitale netto, o *equity*) in un determinato arco di tempo. Il bilancio detto d’esercizio viene redatto con cadenza annuale; talvolta al bilancio d’esercizio si affiancano bilanci infra-annuali, come nel caso delle aziende i cui titoli sono quotati su mercati regolamentati, le quali obbligate dalla normativa vigente ad una più frequente rendicontazione – e comunicazione – delle proprie risultanze gestionali.

La necessità di redigere il bilancio, quale strumento “pubblico” di informazione sulle vicende economiche dell’azienda, nasce dalla natura intrinsecamente “sociale” dell’impresa, la quale sempre, nel suo divenire, si interfaccia con soggetti terzi, la cui esigenza di conoscenza in merito all’azienda stessa, al suo andamento economico ed al suo *status* patrimoniale è stata riconosciuta dall’ordinamento, che ha sottoposto ad una articolata trattazione normativa le relative comunicazioni, nell’ottica di rendere il più possibile chiare ed attendibili.

È evidente che i destinatari dell’informativa contenuta nei bilanci sono molteplici; tra questi:

- innanzitutto il soggetto economico, la “proprietà”, interessata a verificare, nel tempo, i ritorni del proprio investimento, anche nell’ottica di delineare le linee strategiche per il futuro;
- in secondo luogo i finanziatori a titolo di credito, e dunque, *in primis*, le banche e il soggetti ad esse affini, ma anche i fornitori, quando essi concedono credito all’azienda loro cliente; i dipendenti, che valutano singolarmente la capacità dell’azienda di incontrare le loro aspettative di crescita professionale, e collettivamente (attraverso le organizzazioni sindacali) la solvibilità attuale e prospettica dell’azienda; i clienti (soprattutto nel caso in cui

acquistino beni di lunga durata, che possono richiedere attività susseguenti di assistenza); lo Stato (nella sua duplice funzione di ente impositore e di coordinatore di politiche economiche); le associazioni di consumatori, che valutano, ad esempio, la “equità” dei prezzi imposti in relazione ai profitti conseguiti, gli investimenti in ricerca sostenuti dall’azienda etc.

Le esigenze di informativa soddisfatte dal bilancio sono riconosciute come legittime dall’ordinamento normativo, il quale da lungo tempo ha sottoposto la materia a specifica disciplina. La normativa relativa alla redazione del bilancio d’esercizio ha peraltro subito una lenta evoluzione nel tempo, onde permetterne l’adeguamento al mutare ed al moltiplicarsi delle esigenze informative cui il bilancio tende a rispondere, con una significativa accelerazione in tempi recenti.

Nella stesura originaria, l’articolo 2423 del Codice Civile (promulgato, lo ricordiamo, nel 1942) identificava il bilancio d’esercizio con il solo Stato Patrimoniale; la Legge 7 giugno 1974 ha introdotto, nell’articolo 2425 bis, il Conto “Profitti e perdite”, per cui, a partire da questa innovazione normativa, il bilancio da redigersi a norma di legge ha dovuto contenere, accanto alla situazione patrimoniale, una rendicontazione economica consistente, appunto, in tale conto “Profitti e Perdite”, redatto secondo la modalità “a costi, ricavi e rimanenze” che permettesse al lettore di ricostruire come il patrimonio aziendale si è accresciuto attraverso utili, ovvero eroso a causa di perdite. È stata così superata la precedente situazione normativa, nella quale al lettore/ analista era dato di conoscere esclusivamente l’entità della variazione del patrimonio conseguente alla gestione di periodo, e non la natura (operativa, straordinaria, finanziaria) dei profitti o delle perdite rilevati a fine periodo.

Una più recente innovazione è quella seguita all’adeguamento della normativa sui bilanci alle direttive dell’UE in materia: essa ha avuto luogo con la emanazione del Decreto Legislativo n. 127 del 9/4/1991, di attuazione delle Direttive CEE n. 78/660 e n. 83/349 in materia

societaria, relative rispettivamente al bilancio d'esercizio e al bilancio consolidato. L'obiettivo delle Direttive è stato quello di armonizzare le prassi dei vari paesi in materia di informativa di bilancio prevedendo un'ampia gamma di opzioni, ossia di possibilità di scelta. L'armonizzazione cui le direttive UE tendono era chiaramente finalizzata a creare condizioni il più possibile favorevoli alla unificazione sostanziale – dopo quella giuridica - dei diversi mercati, attraverso la comparabilità tra i bilanci di società di Paesi diversi, che fossero al contempo resi agevolmente leggibili agli attori dei diversi Paesi.

Il Decreto Legislativo 127 del 1991 ha modificato la precedente disciplina codicistica, introducendo, tra l'altro, l'obbligo di depositare, accanto allo Stato Patrimoniale ed al Conto Economico (nuova denominazione del Profitti e Perdite), la Nota Integrativa, con la funzione di dettagliare le informazioni contenute nei prospetti contabili, e di aggiungerne di ulteriori. Per la redazione della nota integrativa vengono fissati specifici criteri e contenuti minimali.

Relativamente ai “criteri generali” cui deve uniformarsi la complessa attività di redazione di un bilancio, la corrente formulazione dell'Art. 2423 del Codice Civile prevede che “il bilancio deve essere redatto con *chiarezza* e deve rappresentare in modo *veritiero e corretto* la situazione patrimoniale e finanziaria della società ed il risultato economico dell'esercizio”.

Chiarezza, veridicità e correttezza sono dunque i tre principi cui il redattore del bilancio deve uniformarsi; va sottolineato come il legislatore abbia mirato a privilegiare l'attendibilità *sostanziale* del bilancio, piuttosto che quella meramente formale, prevedendo che, se l'applicazione di una delle disposizioni specifiche relative al bilancio ed alle sue specifiche voci è in contrasto col fine della rappresentazione veritiera e corretta, allora tale disposizione non deve essere applicata, e la nota integrativa deve indicare le motivazioni della deroga e le conseguenze di questa sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico (art. 2423 Cod. Civ., IV comma).

In tempi recenti l'ordinamento giuridico italiano ha vissuto una nuova evoluzione, con la introduzione degli IAS, *International Accounting Standards*, principi contabili internazionali

predisposti da apposito comitato internazionale (IASB, *International Accounting Standards Committee*), che ha sede a Londra, ed è attivo fin dai primi anni '70 con lo scopo di studiare e promuovere le condizioni per la convergenza tra i diversi sistemi contabili diffusi nel mondo.

L'Unione Europea ha conferito rilevanza giuridica agli IAS, con il Regolamento 1606 del 2002, che ha reso obbligatoria l'adozione degli IAS, a partire dal bilancio consolidato dell'esercizio in corso al 1° gennaio 2005, per le società quotate, nonché per le banche e le assicurazioni. Per tutte le altre società, con le precisazioni che seguono, l'adozione di tali principi contabili è meramente facoltativa (a partire dall'esercizio 2005). A tale regolamento UE ha fatto seguito, in Italia, il Decreto Legislativo n. 38 del 2005, con il quale il legislatore italiano ha effettuato le sue scelte tra le opzioni possibili a norma del Regolamento CE. In Italia, l'obbligo di applicare gli IAS è già in vigore, dall'esercizio in corso al 1° gennaio 2005, per i bilanci consolidati di: società quotate, società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, banche ed assicurazioni; dal 2006 tale obbligo sarà esteso anche ai bilanci d'esercizio (non consolidati) delle medesime società. Negli altri casi, l'adozione degli IAS è meramente facoltativa, purché si tratti di società che redigono il bilancio consolidato o che rientrano nel perimetro di consolidamento di società obbligate a redigere il bilancio secondo gli IAS. Per le società non rientranti in quest'ultima casistica, la facoltà di applicare gli IAS dovrà essere precisata con Decreto Ministeriale; in ogni caso sono escluse dall'applicazione degli Standard internazionali le società che redigono il bilancio in forma abbreviata.

Gli IAS si affiancano dunque all'impianto normativo precedente, contenuto nel Codice Civile, come modificato dal Decreto Legislativo 127 del 1991, che resta dunque pienamente vigente.

Il tema della attendibilità del bilancio nasce, in primo luogo, dalla circostanza che i dati che esso fornisce sono in parte la rappresentazione puntuale e storica di attività compiute dall'impresa (si pensi all'emissione di una fattura di vendita di beni, o di acquisto di materiali) nel corso del periodo considerato, ed in parte sono espressione di valutazioni largamente soggettive

compiute dal redattore del bilancio, ed in altra parte ancora sono il risultato di previsioni e stime operate dal redattore medesimo in ordine ad eventi o prospettive a venire.

L'aspetto valutativo e previsionale costituisce la parte più delicata della redazione del bilancio, poiché è inevitabilmente esposta a scelte soggettive, discrezionali ed opinabili, influenzate dalla "sensibilità" del redattore/valutatore. Questa parte dell'attività di redazione di un bilancio è dunque quella che, in modo naturale, maggiormente si presta ad un uso strumentale della contabilità d'impresa<sup>32</sup>, non più unicamente finalizzata, come dovrebbe, a fornire una rappresentazione in più possibile chiara, veritiera e corretta dell'andamento economico e della situazione patrimoniale dell'impresa, ma piegata alla realizzazione di finalità diverse, di una "politica di bilancio" orientata a scopi contingenti, tra i quali, possibilmente, l'occultamento di una situazione di difficoltà o addirittura di crisi<sup>33</sup>. Attraverso le politiche di bilancio, si tende a fornire all'esterno un'informazione strumentale rispetto ai comportamenti ed alle scelte che si vogliono ottenere dai soggetti esterni cui l'informazione di bilancio è destinata. Si vogliono, in altri termini, ottenere da tali soggetti comportamenti che essi non avrebbero se l'informazione fornita fosse neutrale (si pensi alle scelte di investimento di risparmiatori privati ed istituzionali, nel caso di aziende quotate o comunque dotate di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico<sup>34</sup>).

La discrezionalità che inevitabilmente caratterizza la redazione dei bilanci è tale e tanta che è possibile ipotizzare che per la stessa azienda si redigano più bilanci, ciascuno in relazione ad una specifica finalità che si intenda perseguire. Ciascuna rappresentazione sarebbe teoricamente razionale in relazione alla specifica finalità informativa che persegue, tant'è che il Savioli opportunamente avverte che, per poter esprimere un giudizio avveduto sull'attendibilità degli

---

<sup>32</sup> Renato Rordorf, "La valutazione dei cespiti nel bilancio civilistico", Università Statale di Milano, 13 gennaio 2005 (paper).

<sup>33</sup> Non a caso, nella pratica aziendale si fa riferimento alle operazioni contabili orientate a politiche di bilancio tese a rappresentare una situazione migliore di quella reale con l'espressione *window dressing*.

<sup>34</sup> I soggetti più vulnerabili alla "non neutralità" delle informazioni sono i piccoli risparmiatori, poiché gli operatori istituzionali (fondi di investimento e simili), eseguendo investimenti per importi rilevanti, sono in grado di indurre l'azienda che intendono finanziare a fornire informazioni più dettagliate, e più attendibili (rispetto a quelle fornite dai soli bilanci), sulla propria situazione economica e patrimoniale. *Le due diligence* (verifiche contabili ed extra-contabili) eseguite dagli investitori professionali sono infatti, generalmente, attività lunghe e complesse.

oggetti di rappresentazione del bilancio occorre “previamente individuare il fine per cui il bilancio stesso è redatto”<sup>35</sup>.

La soggettività del bilancio, o di numerose poste di esso, è di fatto la diretta conseguenza di una fondamentale caratteristica della gestione aziendale: la sua unitarietà nel tempo, la sua insuperabile “continuità”. Le diverse operazioni che l’impresa compie interessano spesso più “periodi amministrativi”, e sono strettamente correlate con altre precedenti o successive, dando luogo a problemi di imputazione dei costi fissi di periodo, nonché a problemi di attribuzione di costi e ricavi che, già manifestatisi, sono da ritenersi comuni a più esercizi, ovvero che, pur non essendosi ancora pienamente palesati, sono da considerarsi come esistenti in un certo periodo, e “di competenza” di esso.

Nella redazione del conto economico, il criterio da tener presente è quello della competenza: a prescindere dalla manifestazione finanziaria, o “numeraria”, costi e ricavi vanno attribuiti agli esercizi cui economicamente pertengono. Il criterio della competenza economica segna dunque il superamento del tempo “fisico”, che vorrebbe la distribuzione dei costi e dei ricavi comuni a più esercizi in modo “asetticamente” proporzionale al tempo trascorso, o comunque secondo piani prestabiliti, la valutazione delle rimanenze finali secondo una configurazione di costo rigida ed immutabile, l’attribuzione di oneri a ricorrenza irregolare o straordinari all’esercizio in cui si manifestano ed a prescindere da considerazioni di tipo economico, e così via. Il criterio del tempo fisico, nel suo essere “agnostico” conduce a rilevare risultati altamente discontinui (ossia fortemente variabili) da un esercizio all’altro.

Il criterio della competenza economica apre, invece, ad una concezione meno oggettiva ed asettica del tempo, che viene considerato come “tempo economico”, permettendo l’imputazione di costi e ricavi in modo critico e dunque flessibile nei diversi esercizi. La competenza viene determinata interpretando l’esercizio amministrativo alla luce della unitarietà della gestione nel tempo. Così, nei periodi meno favorevoli, parte dei costi che, secondo il

---

<sup>35</sup> Savioli, G, “Verità e falsità nel bilancio di esercizio. Interpretazione del concetto di falso in bilancio alla luce dei principi dell’economia aziendale”, Giappichelli (1998)

criterio del tempo fisico, andrebbero attribuiti all'esercizio, verranno capitalizzati e rinviati al futuro (generalmente adducendo motivazioni diverse da questa) se si stima che i futuri esercizi saranno in grado di assorbirli adeguatamente; nei periodi particolarmente favorevoli, al contrario, oltre ad imputare all'esercizio i costi di sua effettiva competenza, si tenderà ad una maggiore cautela nell'appostazione di fondi rischi e fondi spese, nella valutazione delle rimanenze di fine esercizio, nella quantificazione degli ammortamenti etc.. Per questa via, si finirà per imputare all'esercizio anche costi che sarebbero, oggettivamente, di pertinenza futura, ovvero che avrebbero dovuto essere addossati ad esercizi passati (penalizzati da un andamento sfavorevole). Va da sé che, seguendo il criterio del "tempo economico", che induce a considerare la continuità gestionale nel tempo, i redditi rilevati saranno meno erratici di quelli cui si addiverrebbe attenendosi al "tempo fisico", e meglio espressivi della redditività della gestione nel medio/lungo periodo. Il problema dell'applicazione del criterio del tempo economico, per le aziende che attraversano uno stato di crisi, è che in esse si tende naturalmente a sovrastimare la prevedibile redditività futura della gestione, e dunque si tende ad accumulare perdite occulte che non sempre si riveleranno "assorbibili" in futuro.

Fatta questa doverosa premessa sulla "impossibile oggettività" del bilancio, vogliamo elencare quali siano le poste di bilancio maggiormente esposte alla soggettività del valutatore, e dunque più idonee all'attuazione di politiche di bilancio anche, e soprattutto, tese ad occultare uno stato di difficoltà:

- in primo luogo, gli ammortamenti. A norma dell'art. 2426 Cod. Civ., le immobilizzazioni materiali ed immateriali devono essere sistematicamente ammortizzate in ogni esercizio, "in relazione con la loro residua possibilità di utilizzazione". Il valore da ammortizzare è quello al quale il bene è iscritto in bilancio, costituito a sua volta dal costo, cui si aggiungono gli oneri accessori direttamente imputabili, nonché altri costi, per la quota "ragionevolmente imputabile" al cespite (già questa indicazione di "ragionevolezza" dell'imputazione del costo contiene un evidentissimo elemento di soggettività). Stimare la "residua possibilità di utilizzazione"

di una immobilizzazione è compito altamente soggettivo ed affidato – nei limiti dei criteri di veridicità e correttezza – alla sensibilità del redattore del bilancio, il quale deve avere riguardo, nell'eseguirlo, non solo al deperimento fisico cui il bene sia soggetto, ma anche al suo deperimento tecnologico e commerciale, connesso alla eventuale introduzione di innovazioni che determinino l'obsolescenza di tale bene. La stima degli ammortamenti contiene dunque una ineliminabile componente previsionale e soggettiva.

- In secondo luogo, la capitalizzazione di oneri pluriennali in “immobilizzazioni immateriali”. A norma dell'art. 2426 “i costi di impianto ed ampliamento, i costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità aventi utilità pluriennale possono essere iscritti nell'attivo...”. Anche in questo caso, la decisione di sottrarre tali costi alla competenza economica dell'esercizio “trasformandoli” in immobilizzazioni dipende dalla circostanza che ad essi sia ragionevolmente, ma pur sempre soggettivamente, attribuita una utilità ultra-annuale. Tali beni possono peraltro essere ammortizzati in un massimo di cinque anni (ma anche, come è ovvio, in un numero minore di esercizi, sempre secondo la ragionevole e soggettiva determinazione del redattore del bilancio).
- Altra posta intrinsecamente soggettiva è quella relativa alla stima delle rimanenze finali. A norma dello stesso art. 2426 Cod. Civ., tali rimanenze vanno iscritte al costo di acquisto o di produzione ovvero, se minore, al valore di realizzazione desumibile dall'andamento di mercato. Per la stima del costo di produzione, come per i beni immobili, è possibile considerare quote di costi comuni per la quota “ragionevolmente imputabile”, con la sola eccezione dei costi di distribuzione, che non possono essere computati nel costo di produzione. È palese la difficoltà di fornire una stima oggettiva e non (o poco) opinabile, tant'è che la scienza aziendale ha nel tempo elaborato varie tecniche di valutazione, tra cui il criterio LIFO (*last in, first out*), FIFO (*first in, first out*), con le loro numerose varianti, ciascuna a suo modo dotata di una sua logicità e ragionevolezza.

- Sono intrinsecamente ed insuperabilmente soggettive le appostazioni, nel passivo, di fondi rischi e fondi spese, che si basano sulla previsione di oneri futuri in qualche modo collegati al periodo gestionale cui il bilancio si riferisce.

Nei momenti di difficoltà, si osserva regolarmente che i bilanci tendono a:

- capitalizzare, rinviandoli al futuro, costi che dovrebbero (o potrebbero) considerarsi di competenza;
- contenere il più possibile gli ammortamenti e rivalutare, ove possibile, le immobilizzazioni (scelta, quest'ultima, che peraltro è suscettibile di minare la redditività operativa futura, dovendosi in seguito rilevare maggiori ammortamenti);
- stimare con eccessiva "generosità" le rimanenze, attribuendo ad esse una serie di oneri di dubbia competenza, onde accrescere il valore della produzione;
- usare eccessivo ottimismo nell'appostazione dei fondi relativi ad oneri e rischi futuri;
- rilevare componenti straordinarie di reddito, spesso "effimere" (si pensi a plusvalenze derivanti dalla cessione di beni a soggetti apparentemente indipendenti, ma in realtà correlati).

Di queste tendenze, che minano chiaramente la capacità del bilancio di fornire una immagine corretta dell'andamento gestionale, nell'ottica di "rinviare" l'esigenza di rilevare una situazione sfavorevole, l'analista deve sempre tener conto, poiché esse rappresentano altrettanti "campanelli d'allarme" sullo stato di salute effettivo dell'azienda. Bisogna poi considerare che, al di là degli artifici contabili, la scelta di contenere effettivamente, e non solo apparentemente, determinati oneri (in particolare quelli connessi alla pubblicità, o alla ricerca & sviluppo), è frequentemente indice di un deterioramento delle condizioni, attuali e/o prospettive, di "salute" dell'azienda.

## II.2 L'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario nel bilancio d'esercizio

Il bilancio d'esercizio, se redatto in modo corretto, fornisce un *set* di informazioni dalle quali è possibile evincere un giudizio circa l'andamento economico e la solidità patrimoniale dell'azienda. Il bilancio consente altresì di ricostruire i “movimenti finanziari” che hanno interessato l'azienda nel corso dell'esercizio, generando, nel loro complesso, un *cash flow* positivo o negativo.

Nella prassi aziendale, ed in quella degli operatori finanziari che a vario titolo interagiscono con l'azienda<sup>36</sup>, è consolidata la pratica di analizzare i bilanci, non già trattandoli nella loro forma “grezza”, ossia così come sono, bensì sottoponendoli ad una ri-elaborazione preliminare, nota come “riclassificazione”, che permette di evidenziare una serie di grandezze la cui conoscenza è utile alla formulazione di un giudizio completo ed attendibile sull'andamento della gestione, con riguardo alle diverse “aree” in cui essa è “scomponibile”.

Per questa via, è possibile calcolare quelle grandezze che sono alla base dell'analisi per indici (*ratios*), nonché procedere ad un'analisi per flussi, il che permette la formulazione di un giudizio articolato sui risultati gestionali di un certo periodo e sullo stato del patrimonio aziendale alla conclusione di esso, evidenziando le aree in cui si annidano le criticità, o, al contrario le determinanti di buone *performance* gestionali. La lettura del bilancio deve sempre comprendere una analisi approfondita della nota integrativa, che vale a dettagliare e rendere meglio comprensibili i dati sinteticamente forniti dai prospetti contabili, nonché a fornire informazioni addizionali che possono essere determinanti nella formulazione di un giudizio adeguatamente fondato.

La riclassificazione del Conto Economico viene generalmente eseguita secondo schemi che ricalcano quello di seguito evidenziato<sup>37</sup>:

---

<sup>36</sup> In realtà, le tecniche che andremo illustrando sono destinate principalmente a chi osserva l'azienda dall'esterno, poiché nelle imprese adeguatamente organizzate, l'area Amministrazione, Finanza e Controllo produce informazioni ben più articolate di quelle desumibili da una pur approfondita lettura dei bilanci aziendali.

<sup>37</sup> Si veda, tra gli altri, Zito, M, “Fisiologia e patologia delle crisi d'impresa”, Giuffrè, 1999

---



---

Ricavi delle vendite
Incremento (decremento) delle rimanenze di prodotti
Ricavi interni
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>
(Consumi di materie)
Spese di produzione
<b>VALORE AGGIUNTO</b>
(Costo del personale)
<b>MOL = EBITDA</b>
(Ammortamenti)
(Accantonamenti)
<b>RISULTATO OPERATIVO = EBIT</b>
Saldo positivo (negativo) dell'area finanziaria
Saldo positivo (negativo) dell'area extra-caratteristica
Saldo positivo (negativo) dell'area straordinaria
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>
(Oneri tributari)
<b>RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO</b>

---



---

La prima grandezza da osservare criticamente nell'analizzare un bilancio è il fatturato. Le vendite vanno analizzate in chiave tendenziale, per evincerne se la posizione competitiva dell'azienda si stia rafforzando, consolidando ovvero erodendo. La variazione del fatturato nel tempo va interpretata con attenzione poiché, ad esempio, un dato di crescita delle vendite non sempre ha un significato positivo: l'azienda potrebbe aver riportato una crescita inferiore a quella del settore di appartenenza, e dunque, a dispetto dell'aumento delle vendite, aver subito un peggioramento della sua posizione competitiva, a vantaggio della concorrenza.

In prima battuta, un'azienda può considerarsi in una situazione di equilibrio economico quando consegue un risultato economico positivo (ossia un utile). La generazione di un utile, ove il bilancio sia correttamente redatto, testimonia, in modo sintetico, che l'azienda ha creato ricchezza nel corso dell'esercizio: ricavi maggiori dei costi significano che l' "output" realizzato, in termini di valore, presenta un valore maggiore degli *input* impiegati, ossia dei fattori complessivamente assorbiti dal processo produttivo aziendale, permettendo altresì di adempiere agli obblighi di tipo fiscale lasciando un margine netto positivo. Tuttavia tale utile potrebbe derivare da componenti non caratteristiche della gestione, ossia non attinenti la normale operatività dell'azienda, essendo ad esempio originato da componenti eccezionali o comunque non operative (nel primo caso, ad esempio, sopravvenienze attive, nel secondo plusvalenze): ne segue che la formazione di un fondato

giudizio sull'andamento economico dell'azienda richiede che siano analizzati dei margini intermedi, quali quelli evidenziati in tabella<sup>38</sup>.

Il “valore aggiunto” sintetizza, in qualche modo, il valore che l'azienda crea trasformando i fattori diretti della produzione – ad eccezione della forza lavoro - in prodotti. Il “margine operativo lordo” (indicato nella prassi internazionale anche con l'acronimo anglosassone E.B.I.T.D.A. – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) è un indicatore interessante, poiché fornisce una prima indicazione della capacità di “autofinanziamento” della gestione operativa: esso infatti sintetizza la differenza tra i ricavi ed i costi operativi cosiddetti “monetari”, cioè che generano entrate ed uscite di cassa nell'immediato o comunque nel breve periodo, escludendo invece gli oneri “non monetari”, ossia quei costi cui non è collegata una manifestazione numeraria (innanzitutto ammortamenti ed accantonamenti)<sup>39</sup>. Tali costi “non monetari” vengono invece considerati nel successivo margine, che sintetizza dunque tutte le voci – positive e negative – relative all'andamento della gestione operativa: il Risultato Operativo, noto anche come M.O.N. (Margine Operativo Netto), noto nella pratica internazionale come E.B.I.T. (*Earnings Before Interests and Taxes*).

Sono dunque questi due ultimi gli indicatori che permettono di esprimere un giudizio sull'andamento delle gestione operativa.. Normalmente, oltre al valore assoluto, essi vengono espressi in percentuale del valore della produzione, onde conoscere la “marginalità” dell'azienda.

Una buona marginalità, oltre ad essere positiva, deve essere tale da permettere la copertura degli oneri extra-operativi, sicché possa residuare un margine netto (utile) non solo positivo, ma tale da remunerare adeguatamente i mezzi finanziari investiti nell'impresa<sup>40</sup>.

In termini percentuali, non è possibile stabilire in astratto delle soglie minime oltre le quali considerare accettabile o “buona” la redditività. In generale un M.O.N., o addirittura un M.O.L.

---

<sup>38</sup> un altro interessante margine è quello cosiddetto “di contribuzione”, che sintetizza la differenza tra il valore della produzione ed i costi variabili della produzione, evidenziando quanto residua per la copertura dei costi fissi di struttura.

<sup>39</sup> In realtà a qualsiasi tipologia di costo è legata una manifestazione numeraria, per cui per costi “non momentari” si intendono quelli che presentano una manifestazione numeraria nettamente distinta dalla dinamica della competenza economica (ad esempio, gli ammortamenti di oneri pluriennali si riferiscono a costi che hanno avuto una manifestazione finanziaria “puntuale”, rispetto ad una competenza economica “diffusa” nell'arco di più esercizi).

<sup>40</sup> Per quanto i mezzi investiti nell'impresa a titolo di *equity* non richiedano di essere puntualmente remunerati (diversamente da quanto accade per i finanziamenti a titolo di debito), il capitale netto presenta comunque un “costo opportunità” (connesso ai possibili impieghi alternativi a parità di rischio) e va pertanto adeguatamente remunerato. In merito si veda: Briely, Myers, Sandri, “Principi di finanza aziendale”, Mc Graw Hill (1990).

negativo, è un chiaro indice di carenze della gestione operativa. In particolare, un M.O.L. negativo indica che i ricavi conseguiti non sono tali da consentire la copertura nemmeno dei soli costi cosiddetti monetari, sicché la situazione è tale che, in assenza di riserve di liquidità, potrebbero determinarsi tensioni sul piano della tesoreria. Tuttavia, anche a questo tipo di considerazioni non può attribuirsi una valenza assoluta, poiché in talune fasi della vita aziendale, e segnatamente nella fase di avvio dell'attività, è da considerarsi pienamente fisiologico che la marginalità operativa sia negativa, o anche pesantemente negativa.

Nel caso in cui la redditività operativa sia positiva, per valutare se essa sia da ritenersi adeguata, è necessario considerare le caratteristiche specifiche del settore di appartenenza dell'impresa. Ad esempio, le aziende dell'industria pesante sono generalmente molto *capital intensive*, e dunque presentano di solito un M.O.L. elevato e un Reddito Operativo molto più contenuto, a causa della notevole "erosione" operata dagli ammortamenti. Al contrario, aziende molto *labour intensive*, ad esempio le aziende con processi produttivi largamente artigianali, presentano livelli percentuali del M.O.N. prossimi a quelli del M.O.L..

In ogni caso, un giudizio sulla redditività aziendale non può prescindere da:

- un confronto tra i dati del bilancio oggetto di analisi e le risultanze degli esercizi immediatamente precedenti, onde far emergere il *trend* che caratterizza la gestione nel medio periodo, ed evincerne se l'azienda è in una situazione di stabilità, di sviluppo ovvero di declino;
- un confronto tra i dati del bilancio che si analizza e quelli contenuti nei corrispondenti bilanci dei principali *competitors*, onde formarsi un giudizio comparativo sull'andamento dell'azienda nel contesto competitivo di riferimento. Risultati negativi o mediocri possono, ad esempio, essere giudicati meno severamente se l'intero settore attraversa un periodo critico; tuttavia se le criticità settoriali non sono cicliche ma indicative di un declino irreversibile, l'azienda potrebbe dover considerare l'opzione di abbandonare un settore stagnante, onde arrestare un inevitabile depauperamento del proprio patrimonio.

In ogni caso, la redditività dell'azienda va valutata in stretta correlazione con l'entità dei mezzi investiti nella gestione. È infatti evidente che, affinché possa verificarsi la condizione di una adeguata remunerazione dei mezzi investiti nell'azienda, occorre che sussista un accettabile rapporto di proporzionalità tra la entità dei mezzi investiti e quella dei flussi economici (e finanziari) generati dalla gestione.

I margini vanno dunque messi a confronto con il Capitale Investito, il quale a sua volta viene calcolato rielaborando lo Stato Patrimoniale secondo lo schema che si è già discusso al primo capitolo del presente lavoro, e cioè:

#### STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO SINTETICO

Crediti operativi a breve .....	Passività finanziarie a breve .....
Magazzino .....	Passività finanziarie a m/l termine .....
Altre attività operative a breve .....	(Liquidità) .....
(Debiti operativi a breve) .....	<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA ( C )</b> .....
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO (A)</b> .....	
Immobilizzazioni nette .....	Capitale sociale .....
(Fondo TFR) .....	Riserve .....
(Altri fondi a m/l termine) .....	<b>PATRIMONIO NETTO (D)</b> .....
<b>ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO (B)</b> .....	
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO (A+B)</b> .....	<b>FONTI DI FINANZIAMENTO (C+D=A+B)</b> .....

Un indicatore diffusamente impiegato nella prassi per valutare quanto i flussi siano adeguati ai mezzi investiti nella gestione è il R.O.C.E. (*Return On Capital Employed*), ossia il rapporto tra il Risultato Operativo ed il Capitale Investito, tanto a titolo di *equity* quanto a titolo di debito.

$$Roce = \frac{RisultatoOperativo(EBIT)}{CapitaleInvestito}$$

Un interessante punto di vista considera che, secondo la teoria di Modigliani e Miller, la struttura finanziaria dell'azienda è sostanzialmente irrilevante; seguendo questo approccio viene "valutata" la redditività dell'azienda come se la stessa fosse "*unlevered*", ossia interamente finanziata con mezzi propri. Viene calcolata, così, una grandezza che di fatto esprime una redditività netta (N.O.P.L.A.T. – *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*), che esclude le componenti straordinarie e gli oneri finanziari (stante l'assenza teorica di indebitamento), mentre comprende le tasse "*adjusted*",

ossia calcolate nell'ipotesi di assenza di interessi passivi indeducibili. Secondo questa configurazione, si ottiene una misura del reddito indipendente dalla struttura finanziaria, che può poi confrontarsi col capitale investito.

Il reddito operativo può poi essere comparato con l'attivo lordo, pervenendo così a calcolare il R.O.A.: *Return On Assets*, che prescinde dalla circostanza che le passività operative finanziano in misura maggiore o minore l'attivo<sup>41</sup>.

Altro *ratio* tra i più comunemente impiegati, è quello relativo al R.O.E., ossia alla redditività (netta) dei mezzi propri. È un indicatore che va tenuto presente, per quanto il reddito netto sia una grandezza più volatile di quelle sopra analizzate, essendo soggetto, oltre che alle componenti straordinarie, anche all'effetto di fenomeni non controllabili dal *management* (andamento dei tassi, pressione fiscale, etc.). Anche in questo caso, è difficile esprimere una soglia minimale universalmente valida, dovendosi considerare le caratteristiche del settore di appartenenza, con i riflessi che esse riverberano sul rischio dell'investimento (si rammenti che un più alto rischio implica un costo-opportunità del capitale, e dunque una attesa di rendimento per l'investitore, proporzionalmente maggiore).

Interessante è anche esaminare la stabilità patrimoniale e la solidità finanziaria dell'azienda, attraverso l'analisi delle poste di stato patrimoniale<sup>42</sup>.

Una struttura patrimoniale equilibrata richiederebbe, anzitutto, che gli impieghi di lungo termine (ossia le immobilizzazioni) siano finanziate con fonti anch'esse durevoli, ossia il patrimonio netto e l'indebitamento finanziario a medio/lungo termine.

Il margine di struttura sintetizza, appunto, l'eccedenza delle fonti finanziarie durevoli sugli impieghi di lunga durata:

MARGINE DI STRUTTURA = FONTI DUREVOLI – ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO

---

<sup>41</sup> Diversamente accade per il R.O.C.E., poiché in questo caso, per calcolare il denominatore, le passività operative, di breve come di lungo termine, vengono decurtate dal valore dell'attivo, ottenendo una misura dell'attivo che di fatto coincide con le sole fonti puramente finanziarie impiegate nella gestione.

<sup>42</sup> Canovi, L., "Analisi di bilancio e previsione finanziaria. Principi e strumenti", Gappichelli Editore, Torino, 2003

Tale margine dovrebbe sempre essere positivo, nell'ottica di prevenire l'insorgenza di situazioni di tensione finanziaria. Ciò in quanto i beni durevoli contribuiscono a generare ricchezza, e flussi di cassa, in modo "dilazionato" nel medio/lungo termine, e quindi dovrebbero essere "coperti" da fonti di finanziamento che non possano esporre l'azienda a "sollecitazioni" nel breve.

Questa condizione raramente è soddisfatta dalle aziende italiane, spesso miopi nelle loro scelte finanziarie, più orientate a "coprire le falle" nell'immediatezza che a seguire una strategia finanziaria razionale ed accuratamente delineata a monte<sup>43</sup>.

Viceversa, gli impieghi di breve durata (magazzino, crediti commerciali eccetera) possono essere opportunamente "coperti" da fonti di breve periodo. Diversi indicatori sono stati definiti per valutare quanto la situazione dell'azienda sia, in questo senso, equilibrata: tra i più noti il cosiddetto *acid test*, che sintetizza la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni a breve mediante le disponibilità propriamente liquide (e cioè escludendo dall'attivo corrente le rimanenze):

$$AT = \frac{(\text{attivo corrente} - \text{rimanenze})}{\text{passivo corrente}}$$

Viceversa, il *current ratio* include, al numeratore, anche le scorte (le quali rappresentano, come è evidente, la parte meno "liquida" dell'attivo circolante). Entrambi questi rapporti dovrebbero presentare valori superiori all'unità, per essere espressivi di una situazione di equilibrio finanziario di breve periodo.

Altro rapporto diffusamente impiegato nell'analisi della struttura patrimoniale di un'azienda è il *debt/equity*, che semplicemente pone al numeratore l'IFN (Indebitamento Finanziario al Netto della liquidità) ed al denominatore i mezzi propri. Dottrina e prassi aziendale concordano nel considerare ottimale un rapporto D/E non superiore all'unità, per quanto anche in aziende considerate "sane" sia frequentemente dato riscontrare rapporti di indebitamento anche superiori a due.

---

<sup>43</sup> Questa caratteristica di gran parte delle aziende italiane è spesso il riflesso delle loro piccole dimensioni e della loro natura "familiare", dalla quale spesso deriva una preparazione tecnica, in chi ha la responsabilità delle scelte di finanziamento, insufficiente ad una visione strategica del tema.

Nella prassi bancaria, ai fini della valutazione del merito di credito, è diffuso calcolare un indicatore che pone a confronto la capacità dell'azienda di generare cassa attraverso la gestione operativa con lo *stock* di indebitamento che l'azienda si trova a dover rimborsare. Il rapporto:

$$\frac{I.F.N.}{E.B.I.T.D.A.}$$

viene valutato positivamente quando non supera una soglia di 4. Ciò vuol dire che, orientativamente, in 4 anni l'azienda è in grado di ripagare lo *stock* di indebitamento che su di essa grava, attraverso il flusso di cassa operativo (implicitamente si ipotizza che l'E.B.I.T.D.A. dell'esercizio considerato sia espressivo dell'andamento medio-normale dell'azienda e sia dunque prospetticamente riferibile agli anni a venire) generato dalla gestione, posto “semplicisticamente” pari al Margine Operativo Lordo. In alternativa, si procede a stimare un E.B.I.T.D.A. “medio-normale”, considerando i risultati degli ultimi esercizi, tanto più rappresentativi quanto più l'azienda è in una situazione di *steady state*, ossia di maturità e stabilità. Se la *duration* media dei finanziamenti contratti non è inferiore a 4, ci si può orientativamente aspettare che l'azienda sarà in grado di onorare opportunamente gli impegni assunti verso i propri finanziatori.

L'analisi combinata di Conto Economico e Stato Patrimoniale permette di ricostruire i flussi di cassa che l'azienda ha generato nell'arco dell'esercizio, evidenziando con quali modalità ed in quali aree si è determinata la variazione dell'Indebitamento Finanziario Netto, la quale ultima sintetizza se è stata generata (in caso di riduzione dell'IFN) ovvero “distrutta” (in caso di aumento dell'IFN stesso) cassa.

Attraverso la costruzione di un rendiconto finanziario, la dinamica del flusso di cassa viene separata da quella economica, ricostruendo grandezze intermedie di *cash flow* che, iniziando dal nucleo della gestione operativa, si estendono fino a ricomprendere la gestione nel suo complesso.

Nella prassi operativa, si parte dal risultato operativo, il quale viene poi “depurato” di tutte quelle componenti che sono, per loro stessa natura, prive di manifestazione numeraria (ammortamenti ed accantonamenti). Sommando all'E.B.I.T. così corretto la variazione del capitale circolante netto

(CCNO), si ottiene il *cash flow* della gestione corrente. Naturalmente, un aumento del CCNO (legato, ad esempio, ad un aumento dei crediti operativi, ovvero ad una riduzione dei debiti di fornitura) è indice di un assorbimento di cassa; al contrario, come è intuitivo, una riduzione del CCNO implica che è stata “liberata cassa”. Oltre alla parte corrente della gestione, è necessario considerare la dinamica degli investimenti e dei disinvestimenti, che rispettivamente assorbono e generano cassa, nonché il contributo di tutte le altre “aree” gestionali: la gestione straordinaria, quella finanziaria, e l’imposizione fiscale.

Uno schema alternativo di Rendiconto Finanziario, parte dall’utile prima delle tasse, operando una serie di rettifiche “a cascata”, fino ad “isolare” prima il *cash flow* legato all’operatività corrente, poi quello legato agli investimenti, poi quello legato alle attività finanziarie, fino a ricomprendere tutti quei movimenti che impattano, in positivo o in negativo, sulla Posizione Finanziaria Netta dell’azienda.

Proponiamo qui di seguito lo schema di rendiconto finanziario adottato da una azienda italiana quotata, attiva nel settore della moda, opportunamente sintetizzato e semplificato ai nostri fini:

Utile (perdita) ante-imposte	
	<i>Rettificato di:</i>
Interessi ed oneri finanziari (Proventi finanziari)	
Ammortamenti ed accantonamenti	
Perdite (utili) su cessione di immobilizzazioni	
Accantonamenti su TFR	
Altri accantonamenti	
Variazioni del CCNO	
Riduzione (aumento) magazzino	
Riduzione (aumento) crediti operativi	
Aumento (riduzione) debiti operativi	
Variazione altre attività operative non correnti	
Variazione altre passività operative non correnti	
Differenze di cambio	
<b>Cash flow operativo</b>	
Interessi pagati	
Interessi riscossi	
Dividendi pagati	
Tasse pagate	
<b>Flusso di cassa corrente</b>	
Investimenti in beni materiali	
Investimenti in beni immateriali	
Disinvestimenti in beni materiali	
Disinvestimenti in beni immateriali	
<b>Free cash flow</b>	
Incessi da emissione di obbligazioni	
Uscite da rimborsi di obbligazioni	
Incessi da nuovi finanziamenti a m/l termine	
Rimborso finanziamenti	
Leasing	
Variazione debiti bancari a breve	
<b>Flusso di cassa netto (variazione cassa)</b>	

Il flusso di cassa così gradualmente ricostruito coinciderà con la variazione della Posizione Finanziaria Netta dell'azienda, permettendo di valutare criticamente a quale tipo di dinamiche sia da ascrivere l'evoluzione della struttura finanziaria. Un forte incremento dell'indebitamento, ad esempio, non è necessariamente da interpretarsi negativamente: se esso fosse dovuto ad un programma di investimenti "aggressivo", sarebbe da considerarsi pienamente fisiologico. Al contrario, un aumento della Posizione Finanziaria Netta legato al "dilatarsi" del circolante può essere un segnale d'allarme, specie quando tale crescita del CCNO è legata all'accumularsi di scorte, ovvero alla riduzione dei debiti operativi connessa all'irrigidirsi dei rapporti con i fornitori ed al conseguente calo di "affidabilità" dell'azienda.

### II.3 Dall'equilibrio alla crisi ed al dissesto: l'evoluzione del bilancio delle aziende colpite da crisi

Quando sono veritieri e correttamente redatti, i bilanci riflettono, seppur in modo talvolta non sufficientemente tempestivo, il passaggio da uno stadio di maturità (o, più raramente, di sviluppo) ad uno declinante o di crisi.

Di seguito vogliamo rappresentare i “sintomi” di tale involuzione che generalmente emergono dai bilanci, e che vanno osservati con grande attenzione onde individuare per tempo le situazioni in cui lo “stato di salute” dell'azienda è minacciato in modo più o meno grave.

Come già si accennava, un calo del fatturato, specie se non occasionale, è sempre il sintomo di una *performance* declinante dell'azienda sul mercato, e dunque rappresenta un chiaro elemento di allarme. Il calo del fatturato va interpretato in chiave critica e comparativa, confrontando la *performance* dell'azienda con quella dei *competitors* e dunque con l'andamento generale del mercato: una contrazione del fatturato può non essere particolarmente preoccupante se rispecchia l'andamento del settore di appartenenza; viceversa, se il settore registra una crescita, anche un aumento del fatturato potrebbe rappresentare un risultato non particolarmente positivo, se la crescita riportata è più contenuta di quella registrata dalle aziende assunte a *benchmark*: in questo caso l'azienda starebbe comunque “perdendo terreno” sul mercato, a beneficio dei suoi concorrenti.

La redditività operativa viene valutata non in termini assoluti, bensì relativi (percentuali) rispetto al valore della produzione. Un calo della marginalità operativa segnala generalmente un problema di inefficienza che il *management* deve analizzare accuratamente. Il livello di efficienza va peraltro valutato in chiave comparativa, avendo presente la struttura di costo dei *competitors*.

Generalmente, quando si riscontra un calo delle vendite e/o del valore della produzione, la marginalità operativa cala più che proporzionalmente. Ciò in quanto parte dei costi operativi sono di tipo fisso, e non si prestano ad essere ridotti in tempi brevi a fronte di un rallentamento dell'attività (si pensi alle immobilizzazioni, o al personale, almeno per la parte stabilmente in forza all'azienda). Quanto più la struttura produttiva prevede l'impiego di fattori a costo fisso, e dunque

comporta un punto di *break-even* elevato, tanto meno l'azienda è flessibile e dunque in grado di assorbire un ridimensionamento dell'operatività senza gravi contraccolpi. Le strutture rigide sono dunque quelle per le quali una situazione declinante può più rapidamente degenerare verso una crisi conclamata.

In ogni caso, la riduzione della marginalità va sempre valutata in modo specifico, poiché può ben essere legata a scelte o contingenze fisiologiche (ad esempio: la decisione di condurre una campagna di comunicazione e *marketing* aggressiva, senza capitalizzare i relativi costi).

Le aziende declinanti presentano generalmente oneri finanziari elevati e crescenti, a motivo sia dello *stock* generalmente crescente dell'indebitamento, sia a motivo del progressivo irrigidimento dei rapporti con la comunità finanziaria, che, a fronte di un'azienda declinante, tende a ridurre le erogazioni, o comunque a remunerare il maggior rischio sopportato con un rendimento proporzionalmente maggiore.

Le situazioni di crisi si manifestano tipicamente anche nella progressiva erosione del livello di solidità patrimoniale ed autonomia finanziaria dell'azienda.

I debiti finanziari tendono ad accumularsi, accrescendo la dipendenza finanziaria dell'azienda dai terzi. Ciò anche perché il capitale circolante netto tende a dilatarsi, a seguito del manifestarsi dei seguenti fattori:

- l'accumularsi delle scorte, talvolta anche a causa di una loro sopravvalutazione orientata a far emergere un valore della produzione maggiore di quello "effettivo", producendo così un progressivo annacquamento del patrimonio<sup>44</sup>;
- il crescere dei crediti verso clienti, in conseguenza del ridursi del potere contrattuale dell'azienda nei loro confronti;

---

<sup>44</sup> Cfr. Zito, op. cit.

- il ridursi dei debiti commerciali, per la naturale minore disponibilità dei fornitori stessi a concedere dilazioni di pagamento ad un'azienda che cominci a palesare uno stato di debolezza.

In queste circostanze, l'azienda tenderà a ricorrere in misura sempre crescente al credito bancario, generalmente esercitando pressioni proprio su quelle banche che sono già sue creditrici e che pertanto sono interessate a che venga evitata una situazione di dissesto. Di solito si manifesta la tendenza a trovare soluzioni orientate al breve periodo le quali, oltre a contribuire a squilibrare la situazione patrimoniale, a causa della loro onerosità aggravano ulteriormente lo stato di difficoltà dell'azienda. Altre volte le banche creditrici intervengono, il più delle volte congiuntamente, con un articolato piano di ristrutturazione finanziaria che fornisce una soluzione più organica allo stato di difficoltà dell'azienda.

Nei casi più gravi, di dissesto, le perdite si accumulano fino al punto di azzerare o rendere negativo il patrimonio netto: in questo caso, il valore dei debiti sopravanza il valore dell'attivo, rendendo impossibile (a meno di riserve occulte) la soddisfazione dei creditori.

La Zito<sup>45</sup> opportunamente invita ad analizzare il declino osservando i termini di una espressione matematica largamente utilizzata nell'analisi finanziaria, che collega la redditività netta, espressa dal R.O.E. alla redditività operativa, sintetizzata dal R.O.I.:

$$ROE = ROI + (ROI - ROD) CP/CN$$

in cui:

ROD è il costo medio dell'indebitamento

CP/CN è il rapporto tra capitale di Prestito e capitale netto.

Da questa equazione è ben visibile come il declino della redditività dell'azienda a livello netto possa dipendere dalla contrazione della redditività operativa, oppure dal ridursi del delta tra la redditività

---

<sup>45</sup> Zito, op. cit.

operativa ed il costo dell'indebitamento, con un effetto tanto maggiore quanto più grande è il grado di dipendenza finanziaria dell'azienda all'esterno. Il secondo addendo dell'equazione sopra riportata sintetizza un effetto noto come "leva finanziaria": la redditività netta dell'azienda cresce se la redditività operativa è maggiore del costo dell'indebitamento, ed in misura tanto maggiore quanto maggiore è il ricorso al capitale di debito. Viceversa accade quando la redditività operativa si contrae al punto di scendere al disotto del costo medio dell'indebitamento: in questo caso, l'azienda sperimenterà perdite tanto più gravi quanto più è esposta verso finanziatori terzi.

A parte le espressioni "palesi" di situazioni declinanti, è importante che l'analista guardi con attenzione a quelle scelte di contabilizzazione che generalmente sono espressione di politiche di bilancio ("*window dressing*", "abbellimento") orientate ad occultare stati patologici dell'azienda. Tipicamente, tali politiche si esprimono, come già accennato:

- in una riduzione dei tassi di ammortamento;
- nella tendenza a rilevare notevoli variazioni (positive) delle scorte<sup>46</sup> o dei lavori in corso, onde accrescere i ricavi;
- in generale, nella tendenza a differire al futuro oneri di competenza dell'esercizio (riducendo gli accantonamenti, ad esempio, ovvero capitalizzando<sup>47</sup> costi che sarebbe più opportuno attribuire all'esercizio), o a rilevare incrementi patrimoniali che implicheranno maggiori oneri per il futuro (tipicamente attraverso le rivalutazioni), o anticipare ricavi di competenza futura.

Questi sono soltanto alcuni esempi di operazioni di *window dressing*, tese a rappresentare una situazione migliore di quella reale. In questi casi, siamo ancora in ipotesi per lo più fisiologiche, basate su attese ottimistiche sul futuro, e comunque diverse dai casi di vere e proprie falsificazioni

---

<sup>46</sup> Per quanto sia piuttosto allarmante, anche per un lettore inesperto, osservare il dilatarsi del livello delle scorte.

<sup>47</sup> Come osservato da Superti Fuga, con la capitalizzazione fittizia di costi "si attuerebbe di fatto una capitalizzazione di perdite". F. Superti Fuga, "Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea", Giuffrè, Milano, 1991

contabili alle quali molte aziende giungono pur di procrastinare il più possibile la manifestazione dello stato di crisi (si veda il caso Parmalat, clamoroso in questo senso).

Nel successivo paragrafo saranno fornite osservazioni empiriche dei fenomeni di cui si è discusso, sulla base dell'analisi di bilancio di un campione di aziende che hanno attraversato situazioni critiche, e dell'applicazione alle stesse del modello di Altman, di cui si è già accennato al Capitolo I.

## II.4 Analisi comparata dei bilanci di un campione di aziende in situazioni di crisi

Abbiamo eseguito una analisi dei bilanci di un campione di aziende che hanno attraversato situazioni di declino e/o di crisi, onde verificare empiricamente in quale misura le osservazioni sopra formulate trovino riscontro nella realtà.

Le aziende che abbiamo scelto di far rientrare nel nostro campione sono piuttosto eterogenee, tanto per settore di appartenenza quanto per livello dimensionale (del resto la teoria delle crisi aziendali è largamente intersettoriale), ma presentano due tratti comuni:

- sono aziende industriali italiane;
- con l'eccezione di Fin.Part (per la quale pende l'accusa di aggio e bancarotta fraudolenta a carico dei Consiglieri di Amministrazione), sono aziende nelle quali la situazione di crisi non ha condotto a comportamenti fraudolenti dell'imprenditore, né sul piano contabile, né su quello sostanziale (rientrano dunque nella "fisiologia" della crisi d'impresa)<sup>48</sup>.

Le aziende del campione selezionato sono le seguenti:

- Fin. Part S.p.A.;
- Corticella Molini e Pastifici S.p.A.;
- Deroma S.p.A.;
- Carrozzeria Bertone S.p.A.;
- Plastimoda S.p.A. (marchio "Mandarina Duck").

Attive rispettivamente nei settori:

---

<sup>48</sup> Va detto che raramente un'azienda giunge allo stadio estremo della crisi (il fallimento) senza che vengano messi in atto comportamenti fraudolenti e, più in generale, illeciti. Ciò allo scopo di cercare soluzioni estreme alla crisi, differendo, al contempo, la piena manifestazione all'esterno delle reali condizioni dell'impresa.

- Moda, segmenti medio alto ed alto, (con i marchi Cerruti, Marina Yachting, Henry Cotton's, Monclair, Frette, Best Company, Boggi etc.) ed alberghiero (fino al 2000), dichiarata fallita nel 2006 e così “espulsa” dal mercato;
- produzione di pasta di grano duro ed altri derivati del grano;
- produzione di vasi in terracotta;
- fabbricazione di veicoli e loro parti, fornitura di servizi di progettazione al settore *automotive*;
- produzione di borse, cartelle ed accessori con il marchio “Mandarina Duck”.

Per le aziende del campione abbiamo analizzato i bilanci nei rispettivi periodi critici, onde evidenziare il “deperimento” che subiscono i cosiddetti “fondamentali” (ossia i principali parametri rappresentativi dello status dell'azienda) quando l'impresa imbocca un percorso declinante.

L'analisi è effettuata per “macro-indicatori”, onde evitare di presentare un livello di dettaglio che, nel focalizzare eccessivamente la singola realtà, vanificherebbe gli obiettivi dell'indagine.

Successivamente, abbiamo applicato il modello di Altman, di cui al primo capitolo del presente lavoro, ai dati dell'anno in cui la crisi di ciascuna delle aziende osservate è stata più acuta, onde verificare la funzionalità del modello stesso sulle aziende che hanno già superato la crisi, ed esprimere una previsione sulle possibilità di ripresa delle altre, secondo quanto preconizzato dal modello.

L' “anno “0”” indicato in tabella corrisponde ad un “anno base”, un anno in cui le performance dell'azienda possono ancora considerarsi accettabili, rispetto al successivo emergere di una situazione declinante o critica. L'evoluzione della crisi è stata osservata in un arco di tempo quinquennale, ritenuto sufficiente ad una analisi dei fenomeni di declino e crisi adeguatamente circostanziata.

Le elaborazioni di seguito sintetizzate sono basate sui bilanci depositati delle società del campione. Di seguito evidenziamo l'andamento del fatturato per le aziende osservate, sia in valore assoluto che in percentuale rispetto all'anno "0":

dati in € milioni

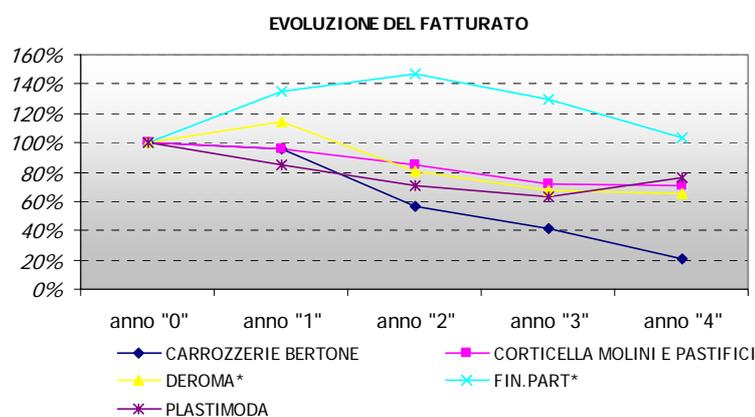
	FATTURATO				
	anno "0"	anno "1"	anno "2"	anno "3"	anno "4"
CARROZZERIE BERTONE	538,214	513,410	303,089	220,879	110,679
CORTICELLA MOLINI E PASTIFICI	49,477	47,278	41,989	35,485	34,785
DEROMA*	122,960	140,205	99,627	83,319	80,833
FIN.PART*	304,009	409,512	448,013	395,230	315,290
PLASTIMODA	86,174	73,613	60,832	53,989	65,305

\*dati consolidati

dati in € milioni

	FATTURATO PERCENTUALIZZATO PARAMETRATO SU "ANNO 0"				
	anno "0"	anno "1"	anno "2"	anno "3"	anno "4"
CARROZZERIE BERTONE	100,00%	95,39%	56,31%	41,04%	20,56%
CORTICELLA MOLINI E PASTIFICI	100,00%	95,56%	84,87%	71,72%	70,31%
DEROMA*	100,00%	114,02%	81,02%	67,76%	65,74%
FIN.PART*	100,00%	134,70%	147,37%	130,01%	103,71%
PLASTIMODA	100,00%	85,42%	70,59%	62,65%	75,78%

\*dati consolidati



Con la sola eccezione di Fin.part, nella quale comunque la crescita delle vendite non è spiegata da *performance* positive ma dal programma di acquisizioni condotto nel tentativo di raggiungere una "massa critica" rilevante, si osserva l'andamento nettamente declinante delle vendite per le aziende del campione. Per Plastimoda, unica azienda del gruppo ad aver portato a termine il *turnaround* nell'arco del quinquennio, e, tra tutte, quella interessata da una crisi di entità più lieve (è più

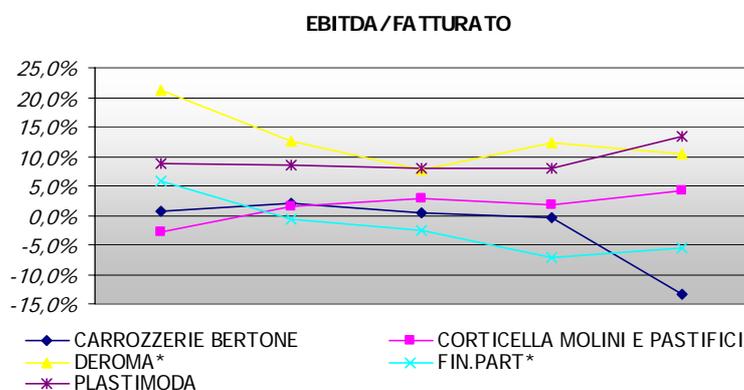
corretto, in questo caso, parlare di “declino”) si registra una sensibile crescita nell’anno “4”, che segna il ritorno ad uno stato complessivamente fisiologico per l’azienda.

Analoghe osservazioni possono farsi per la marginalità a livello di MOL (o EBITDA). Pur in situazioni di crisi, il MOL si mantiene talvolta positivo, pur restando insufficiente a coprire adeguatamente gli oneri operativi esclusi dal calcolo dell’EBITDA. Un MOL negativo è un segnale ritenuto particolarmente allarmante sullo stato dell’azienda: se non è occasionale, esso frequentemente indica una crisi irreversibile in assenza di energici interventi di *turnaround*. Di seguito sintetizziamo l’EBITDA delle aziende del campione in percentuale del fatturato:

*dati in € milioni*

	EBITDA % FATTURATO				
	anno "0"	anno "1"	anno "2"	anno "3"	anno "4"
CARROZZERIE BERTONE	0,64%	2,01%	0,46%	(0,53%)	(13,25%)
CORTICELLA MOLINI E PASTIFICI	(2,82%)	1,35%	2,83%	1,89%	4,28%
DEROMA*	21,28%	12,61%	7,79%	12,26%	10,43%
FIN.PART*	5,85%	(0,61%)	(2,49%)	(7,05%)	(5,50%)
PLASTIMODA	8,86%	8,38%	7,84%	8,09%	13,25%

*\*dati consolidati*



Con la sola eccezione di Deroma per l’anno “0”, la marginalità si mantiene stabilmente bassa o calante nell’arco dei cinque anni. Peraltro il dato relativo a Deroma, apparentemente positivo, va interpretato alla luce della natura particolarmente *capital intensive* dell’azienda, da cui consegue uno *stock* di ammortamenti molto gravoso, come si vedrà in seguito.

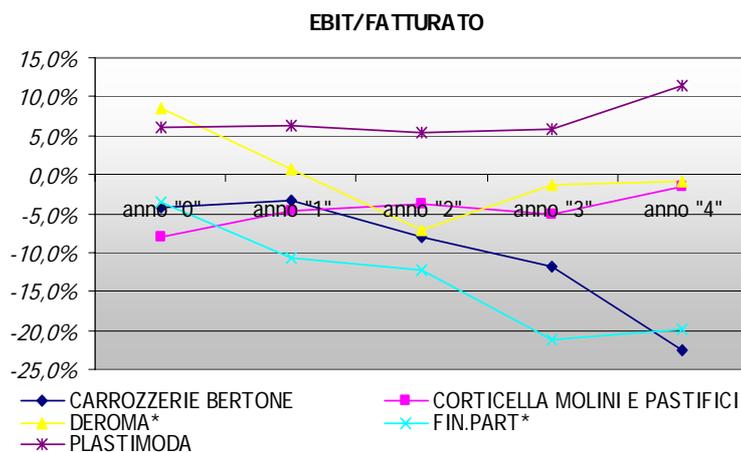
Per le aziende del campione, nel periodo osservato, la marginalità operativa è quasi sempre negativa; fa eccezione Plastimoda, per la quale, come già si osservava, è più appropriato parlare di una

situazione declinante che di uno stato di crisi che potesse mettere concretamente a rischio la sopravvivenza dell'organismo aziendale:

dati in € milioni

EBIT % FATTURATO					
	anno "0"	anno "1"	anno "2"	anno "3"	anno "4"
CARROZZERIE BERTONE	(4,27%)	(3,37%)	(8,01%)	(11,71%)	(22,65%)
CORTICELLA MOLINI E PASTIFICI	(8,10%)	(4,67%)	(3,67%)	(5,09%)	(1,46%)
DEROMA*	8,48%	0,65%	(7,13%)	(1,21%)	(0,79%)
FIN.PART*	(3,48%)	(10,77%)	(12,19%)	(21,19%)	(19,91%)
PLASTIMODA	6,17%	6,34%	5,35%	5,86%	11,45%

\*dati consolidati



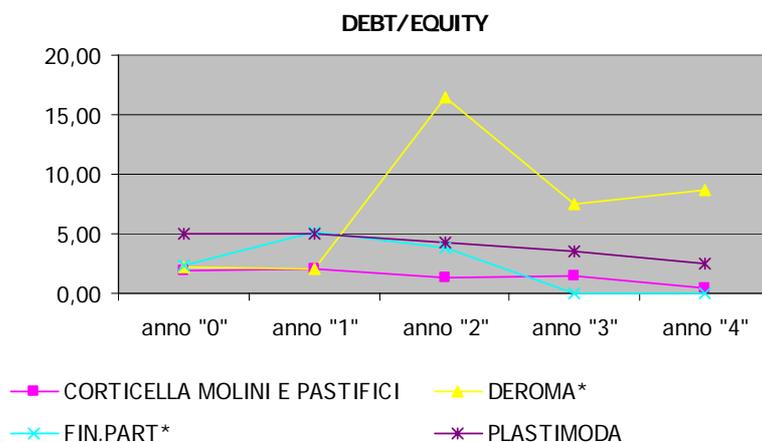
È interessante osservare il “drop” del rapporto sopra evidenziato (che peraltro corrisponde all'indicatore di bilancio “ROS”) per Carrozzerie Bertone, azienda per la quale la crisi esplose proprio nel 5° anno (operando su grandi ordini, per questo tipo di aziende si determinano frequentemente situazioni di dipendenza da pochi clienti); Corticella presenta una situazione di crisi ormai “steady” e consolidata nel tempo, che tuttavia si sta cercando di risanare con una iniezione di mezzi “freschi” che ha avuto luogo nell'anno “4”. Nessun “cavaliere bianco” è invece intervenuto per risollevarlo Fin.Part da una sorte ormai segnata. Per Deroma si osservano segnali di lento miglioramento dovuti ad un *turnaround* particolarmente lungo e laborioso.

Di seguito evidenziamo l'andamento del rapporto Debt/Equity, indicatore di sintesi massima della struttura finanziaria dell'azienda e del suo equilibrio:

dati in € milioni

	DEBT/EQUITY				
	anno "0"	anno "1"	anno "2"	anno "3"	anno "4"
CARROZZERIE BERTONE	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>
CORTICELLA MOLINI E PASTIFICI	1,97	2,07	1,33	1,47	0,48
DEROMA*	2,27	2,08	16,49	7,45	8,62
FIN.PART*	2,32	5,14	3,78	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>
PLASTIMODA	5,01	5,07	4,34	3,56	2,54

\*dati consolidati



Il *debt/equity* mantiene un livello accettabile per Corticella, a dispetto del perdurante stato di crisi, poiché l'azienda non effettua investimenti e riduce il capitale circolante netto, mentre la gestione operativa non è causa di particolare assorbimento di cassa (EBITDA per lo più lievemente positivo).

Nel caso di Carrozzerie Bertone, l'indicatore è privo di significato poiché sorprendentemente l'azienda ha un indebitamento finanziario negativo, ovvero presenta una eccedenza di cassa. Ciò grazie al massiccio programma di dismissioni avviato nell'arco del periodo considerato.

Si evidenzia altresì il picco raggiunto da Deroma nell'anno "2", mentre Plastimoda, dopo gli elevati livelli iniziali, ha gradualmente recuperato proporzioni fisiologiche per la sua struttura finanziaria.

Da ultimo, riportiamo, per i casi in cui è possibile calcolarlo, il rapporto tra Indebitamento Finanziario Netto ed EBITDA. Si tratta di un indicatore non particolarmente rigoroso sul piano teorico, ma largamente utilizzato nella prassi bancaria e finanziaria. Il massimo livello di questo indice considerato accettabile nella prassi è 4; le aziende del nostro campione sono sempre

largamente al di sopra di tale massimo, con l'eccezione di Plastimoda nel momento in cui si avvia a recuperare uno stato fisiologico (ovvero nell'anno "4"):

*dati in € milioni*

	<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO/EBITDA</b>				
	<b>anno "0"</b>	<b>anno "1"</b>	<b>anno "2"</b>	<b>anno "3"</b>	<b>anno "4"</b>
CARROZZERIE BERTONE	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>
CORTICELLA MOLINI E PASTIFICI	<i>meaningless</i>	24,01	9,12	14,29	4,03
DEROMA*	5,12	7,29	14,47	8,98	11,14
FIN.PART*	11,851	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>	<i>meaningless</i>
PLASTIMODA	5,58	7,65	7,97	6,72	2,70

*\*dati consolidati*

Come è evidente da questa pur sommaria analisi campionaria, una lettura dei bilanci, ove non siano falsi, consente al lettore di formarsi un articolato giudizio sulle cause della crisi e sulle modalità con cui essa si manifesta, nonché sul livello di gravità e sulle aree in cui è necessario intervenire.

Nella nostra verifica abbiamo evitato di eseguire una analisi dettagliata dei costi operativi e le conseguenti osservazioni sull'efficienza delle aziende del campione, in quanto non compatibile con il livello di dettaglio ricercato.

Al contrario, eseguiremo una verifica sulla utilità del modello di Altman nel valutare il grado di gravità delle crisi aziendali.

Per ciascuna delle aziende del campione abbiamo individuato l'anno in cui la crisi si manifesta con la massima intensità, avuto riguardo sia agli aspetti reddituali che a quelli patrimoniali e finanziari.

Per ciascuna azienda del campione, l'anno a cui applicheremo il modello di Altman è il seguente:

- Carrozzerie Bertone: anno "4";
- Corticella: anno "0";
- Deroma: anno "2";
- Fin.Part: anno "4" (anche in considerazione del fatto che esso è l'ultimo anno precedente la dichiarazione di fallimento);
- Plastimoda: anno "2".

Riprendiamo brevemente la formula che sintetizza il modello di Altman:

$$Z=1,2X_1+1,4X_2+3,3X_3+0,6X_4+0,99X_5$$

Dove:

$Z$  = indice generale dello stato di salute dell'azienda;

$X_1$  = capitale circolante diviso per il totale delle attività

$X_2$  = utile non distribuito diviso per il totale delle attività

$X_3$  = utile prima degli oneri finanziari e delle imposte diviso per il totale delle attività

$X_4$  = valore di mercato del capitale diviso per il valore totale delle passività

$X_5$  = vendite divise per il totale delle attività.

Ricordiamo altresì che, secondo tale modello, sono da considerarsi sane le aziende con uno  $Z$  superiore a 3 e a rischio di insolvenza quelle con un punteggio inferiore ad 1,8, mentre quelle che si collocano nella fascia di valori tra 1,8 e 3 sono in una condizione intermedia suscettibile di evolvere verso la piena solidità ovvero verso l'area di rischio.

In mancanza del dato del valore di mercato del capitale (solo per Fin.Part esso sarebbe disponibile, ma per omogeneità abbiamo trattato tutte le società con i medesimi criteri), abbiamo utilizzato il valore contabile del Patrimonio Netto.

Di seguito sintetizziamo le risultanze emerse:

#### Parametri di riferimento

	Bertone	Corticella	Deroma	Fin.Part	Plastimoda
Capitale circolante	17,385	7,969	27,862	(31,166)	41,131
Totale attivo	79,813	36,968	154,034	540,105	74,384
Utile	(7,284)	(1,847)	(55,772)	(87,252)	(0,553)
Utile ante of ed imposte	(14,336)	(0,166)	(47,104)	(0,069)	2,657
Equity	(7,284)	8,963	6,805	(111,861)	8,769
Totale debiti	19,38	25,002	137,689	590,433	63,661

#### "Giudizio" secondo il modello

	Bertone	Corticella	Deroma	Fin.Part	Plastimoda
$X_1$	0,218	0,216	0,181	(0,058)	0,553
$X_2$	(0,091)	(0,05)	(0,362)	(0,162)	(0,007)
$X_3$	(0,18)	(0,004)	(0,306)	(0,00)	0,036
$X_4$	(0,376)	0,358	0,049	(0,189)	0,138
$X_5$	1,387	1,338	0,647	0,584	0,818
<b>Z</b>	<b>0,958</b>	<b>1,858</b>	<b>0,209</b>	<b>0,175</b>	<b>1,537</b>

Come è evidente, solo per Corticella e Plastimoda il modello fornisce un giudizio di sostanziale recuperabilità dello stato di crisi. Particolarmente negativo è il giudizio su Deroma (che sta tuttavia compiendo un faticoso *turnaround*) e su Fin.Part, giudizio quest'ultimo avvalorato da quanto successivamente verificatosi.

Su Bertone, sembra vi siano possibilità di un *turnaround* che recuperi un'azienda al momento assai minacciata (per precisione empirica, segnaliamo che il bilancio di riferimento per Bertone è quello dell'esercizio 2005).

## CAPITOLO III

### LA VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ DEL *TURNAROUND*

#### III.1 Il concetto di *turnaround*

Letteralmente l'espressione "*turnaround*" indica l'inversione di rotta, il "giro di boa", ad esempio di una nave o di un aereo, fatto per tornare al punto di partenza originario. Nella terminologia aziendale stava anche a significare la temporanea chiusura di un impianto industriale per permettere la manutenzione, la riparazione o la sostituzione delle macchine.

Nella letteratura manageriale, con il termine *turnaround* si è tradizionalmente indicato il complesso delle azioni tese ad affrontare e superare una situazione di crisi o di declino, fino al ritorno ad uno stato fisiologico. Più recentemente, nella definizione di *turnaround* sono stati compresi tutti i processi di rilancio delle imprese, prescindendo dal fatto che essi siano o meno originati da una condizione di difficoltà dell'azienda<sup>49</sup>. Secondo le concezioni più recenti, dunque, la crisi è soltanto uno dei possibili eventi detonatori ("*trigger events*") del *turnaround*, il cui elemento distintivo consiste dunque non nell'evento all'origine, bensì nella radicalità del cambiamento che intende perseguire, nell'ottica di dischiudere nuovi orizzonti per l'azienda. Secondo la concezione di Sicca ed Izzo<sup>50</sup>, ad esempio, "c'è *turnaround* in tutte le situazioni nelle quali all'impresa si richiede un cambiamento radicale delle sue strategie, dei suoi modelli di comportamento, della sua organizzazione, della sua cultura, dei suoi processi, ossia un ripensamento della sua stessa identità. Ma c'è *turnaround* anche quando – ben lontana da una crisi – un'impresa modifica le regole del gioco del settore in cui opera, ovvero riconfigura proattivamente il suo *business*". Dunque, l'evento scatenante il *turnaround* può consistere sia in una minaccia – potenziale o già concretizzatasi – sia in un'opportunità, ed il tratto distintivo di un processo di *turnaround* non risiede nella sua causa scatenante ma nella drasticità del cambiamento che esso intende determinare.

---

<sup>49</sup> Guatri L., "Crisi e risanamento delle imprese", Giuffrè, Milano (1986)

<sup>50</sup> Sicca L., Izzo F., "La gestione dei processi di turnaround", Edizioni Scientifiche Italiane – Milano (1995)

Va tuttavia osservato che, su un piano strettamente empirico, l'esperienza del *turnaround* risulta ancora prevalentemente collegata a momenti critici della vita aziendale, poiché solo raramente il soggetto economico di un'azienda in condizioni di floridezza avvertirà l'esigenza di mettere in discussione in modo radicale la propria formula imprenditoriale, a meno che non intenda aggredire il mercato attraverso politiche di innovazione.

Secondo un lavoro di Bibeault<sup>51</sup>, largamente accreditato in dottrina, tutti i processi di *turnaround*, a partire da un *trigger event*, si sviluppano attraverso cinque fondamentali tappe:

1. il cambio del *management*;
2. la fase della valutazione del percorso da intraprendersi;
3. la fase dell'emergenza;
4. la fase del riequilibrio;
5. il ritorno alla crescita normale.

Il cambiamento – possibilmente tempestivo – dei vertici manageriali è considerato, sia in letteratura che nella pratica aziendale, la premessa indispensabile dell'avvio di un processo di *turnaround*. Ciò sia in quanto, come già osservato, il *management* esistente è spesso l'ultimo a riconoscere l'esigenza di intraprendere un rilancio, sia per un tema di immagine/credibilità (rispetto al quale la sostituzione dei vertici assume un valore simbolico e catartico, essendo rappresentativo della “svolta”), sia, infine, per le probabili responsabilità (“dolose” o anche solo “colpose”) del *management* rispetto allo *status quo* dell'azienda oggetto di *turnaround*. Il cambiamento dei vertici è spesso indispensabile anche al fine di ristabilire all'interno dell'azienda un clima positivo e connotato da ottimismo. Tuttavia, in letteratura non mancano voci contrarie, che osservano come il cambiamento dei *managers*, specie quando questi, godono di stima presso il personale, possa produrre un impatto negativo, lacerando l'organizzazione, ed aumentando il livello di instabilità, incertezza ed

---

<sup>51</sup> Bibeault, D.B., “*Corporate turnaround: how managers turn losers into winners*”, New York, Mc Graw-Hill, 1982.

ambiguità. Ed in effetti non mancano, pur essendo alquanto sporadici, casi in cui è il *management* esistente a condurre il *turnaround* (quando, s'intende, il *trigger event* sia esterno o comunque non ascrivibile alla sua responsabilità).

Particolarmente delicata è la fase delle valutazioni delle azioni che è più opportuno compiere per ricondurre l'azienda a *performance* positive. La prima, fondamentale scelta è quella "di campo": occorre decidere se continuare a presidiare tutti i mercati serviti prima del *turnaround*, se soltanto alcuni di essi, se, infine, nessuno. Esclusi i casi in cui l'opzione prescelta sia quella di abbandono e liquidazione totale dell'attivo<sup>52</sup>, in molti casi, come osserva Slatter<sup>53</sup>, i *turnaround* poi rivelatisi di successo sono passati attraverso una soluzione, per così dire, intermedia, ossia attraverso la riduzione delle attività e dei costi (il cosiddetto *retrenchment*, che comporta la ridefinizione – ed il rimpicciolimento – del perimetro di attività dell'azienda): le aziende in situazioni critiche frequentemente alienano (o concedono in affitto, generalmente in vista di una successiva cessione) rami d'azienda o interi *business*<sup>54</sup>, e conseguono per questa via più risultati:

- un'immediata iniezione di cassa che contribuisce a ridurre lo stato di tensione finanziaria;
- la possibilità di arrestare le perdite eventualmente connesse ad attività poco o per nulla redditizie;
- la possibilità di concentrare energie e risorse in un agone più ristretto e dunque più agevolmente gestibile.

Tuttavia, anche questo genere di scelte non è esente da possibili insidie. L'azienda rischia, privilegiando un'ottica di breve periodo, di sacrificare aree di attività che, opportunamente rigenerate, potrebbero validamente contribuire al suo rilancio, e talvolta anche generare importanti sinergie con le rimanenti attività.

---

<sup>52</sup> La valutazione dell'opzione di abbandono è oggetto di un apposito paragrafo, all'interno del presente capitolo.

<sup>53</sup> Slatter S., "*Corporate recovery, a guide to turnaround management*", Penguin Books, Londra (1984)

<sup>54</sup> Un esempio di questa fattispecie è la cessione del ramo d'azienda e del *brand* Invicta da parte di Diadora-Invicta S.p.A., perfezionatasi nel 2006, nel corso del processo di *turnaround* dell'azienda.

Nella fase della valutazione delle azioni da intraprendere, il nuovo *management*, parallelamente alla identificazione delle cause che hanno generato la necessità o l'opportunità di un *turnaround*, redige una “Situazione patrimoniale di partenza”<sup>55</sup>, la quale non serve tanto a chiudere un ciclo di risultati negativi misurandone le conseguenze, quanto ad aprire il nuovo ciclo. Quasi sempre saranno necessari dei *write-off*, per poter segnare il punto di partenza della nuova gestione tenendo conto dei risultati ritardati delle gestioni precedenti, onde poter poi eseguire una corretta valutazione della *performance* ascrivibile alle azioni di *turnaround*. Per evitare di effettuare nuovi *write-off* in un momento successivo, che avrebbero riverberi negativi sull'immagine del *turnaround*, il *management* incaricato del *turnaround* risulta spesso anche troppo zelante nell'abbattere i valori dell'attivo e rilevare l'esistenza di passività potenziali. La Situazione patrimoniale di partenza rappresenta un importante punto di riferimento iniziale del *turnaround*, soprattutto per le aziende non quotate, per le quali manca la valutazione attribuita dal mercato al capitale dell'azienda, che per le altre è espressa dal *pricing* dei titoli azionari che lo rappresentano.

In letteratura, vengono considerati determinanti, per il buon esito del *turnaround*, e soprattutto per la gestione della fase di emergenza, gli aspetti intangibili o “invisibili”, per citare Sicca ed Izzo, del medesimo, che comprendono:

- la gestione degli *stakeholders*;
- la *leadership*;
- il cambiamento culturale.

Intraprendere un percorso di *turnaround* coinvolge inevitabilmente gli interessi di una molteplicità di soggetti, le cui sorti sono variamente collegate a quella dell'azienda. La teoria degli *stakeholders* presenta infatti l'azienda come il risultato della convergenza di interessi corporativi e competitivi. La definizione di un percorso di *turnaround* richiede sempre uno sforzo di composizione, anche

---

<sup>55</sup> Guatri L., “Turnaround – Declino, crisi e ritorno al valore”, Egea 1995.

negoziale, degli interessi e delle attese in gioco, in modo che la costellazione degli *stakeholders* rimanga compatta e non corra il rischio di disgregarsi. Nel nuovo equilibrio definito dal cambiamento, i sacrifici dovranno essere distribuiti in modo equilibrato, per essere tollerati dalle diverse classi di soggetti. È a cagione di questo che il piano di *turnaround* è sempre oggetto di negoziazione tra quelle che sono le tre principali categorie di *stakeholders* e cioè:

- la proprietà e gli amministratori da essa espressi, che tenderanno a preservare le proprie posizioni, evitando di sacrificarle all'ingresso di nuovi azionisti<sup>56</sup> che dovessero farsi strada nella compagine societaria (anche col ruolo di “cavalieri bianchi”) e/o *managers*;
- i creditori, ed in modo particolare le banche, il cui potere nei confronti dell'azienda è massimo nella fase della crisi e del suo superamento, tanto che “l'appoggio dei creditori al *management* è indispensabile in quasi tutti i casi”<sup>57</sup>. Per ottenerlo, arginando in questo modo pressioni tendenti alla restituzione immediata dei prestiti, è importante avviare un dialogo il più possibile trasparente e ed orientato alla collaborazione, tenendo ben presenti le motivazioni dei banchieri, i quali talvolta hanno il potere di intervenire anche direttamente nella gestione per effetto delle garanzie di cui sono muniti. I creditori vanno tenuti costantemente aggiornati sugli obiettivi del *turnaround*, sui percorsi definiti in vista del loro raggiungimento, sui risultati già ottenuti e quelli ai quali ancora occorre lavorare.
- il personale, risorsa sempre critica, e soggetta a pesanti contraccolpi, in termini di motivazione, nei momenti di cambiamento e di incertezza sul futuro e dunque anche nelle situazioni di *turnaround*, specie quando esso è originato da una situazione di crisi che renda necessaria o opportuna la contrazione dell'organico. In quest'ultimo caso (peraltro assai frequente), si diffonde in azienda un clima di timore ed ansia, e tali tensioni coinvolgono non solo le persone che saranno effettivamente interessate dai “tagli” ma, frequentemente, l'intera organizzazione. La produttività e, soprattutto, la creatività e la

---

<sup>56</sup> Sul piano empirico si osserva che all'ingresso di un “cavaliero bianco”, o anche la conversione di crediti in capitale da parte delle banche e/o altri creditori, consegue molto spesso un avvicendamento nella proprietà, anche perché al capitale economico di aziende dissestate (e quasi sempre pesantemente indebitate) viene generalmente attribuito un valore dell'*equity* contenuto.

<sup>57</sup> Breiter A.E., “Ristrutturazioni aziendali: come gestire un successo”, *Economia e Management*, n°3 (1994)

proattività del personale ne risentono fortemente, con la conseguenza di innescare processi di esodo che interessano soprattutto le risorse *high skilled*, col rischio di privare l'azienda proprio di quei talenti indispensabili al suo rilancio<sup>58</sup>. In queste circostanze, diventa decisiva la capacità del *management* di coinvolgere il personale nelle strategie di cambiamento, attraverso una comunicazione adeguata che presenti il programma del *turnaround* e rassicuri – per quanto possibile – il personale ed il sindacato.

Altro aspetto determinante per il successo del *turnaround* è la gestione della *leadership*, la quale in una prima fase deve essere protesa a “scongellare” i comportamenti ed i valori tradizionali, ed in un secondo momento deve far subentrare ai vecchio valori la visione del cambiamento e della rinnovata *mission* aziendale, ed in una terza fase deve consolidare i nuovi modelli di comportamento organizzativo.

Promuovere il cambiamento attraverso la *leadership* è più difficile quando il *turnaround* non è originato da crisi, perché, laddove crisi non c'è “*developing a change vision, and motivating people is difficult; it is not easy to change something is apparently still working*”<sup>59</sup>.

Nei momenti di crisi, il ruolo del *leader* è determinante. Frequentemente, nell'esperienza, si osserva l'accentramento del potere in un'unica figura carismatica di riferimento, dotata di credibilità e di riconosciuta esperienza nella gestione di situazioni critiche, che assurge al simbolo del *new deal* aziendale: è quanto è accaduto, ad esempio nel più importante *turnaround* italiano degli ultimi anni, quello della Parmalat.

Altro aspetto estremamente delicato nella gestione di un processo di *turnaround* è quello culturale. La cultura, in quanto trama impalpabile (“*cultural web*”) che pervade l'azienda, può rappresentare tanto un ostacolo, una resistenza al cambiamento, quanto una leva per la sua promozione e diffusione. Il *turnaround* può infatti rappresentare una causa di disgregazione del tessuto organizzativo, rendendo precarie relazioni e valori consolidati dall'esperienza. Le risorse umane

---

<sup>58</sup> Breiter, *ibidem*

<sup>59</sup> Strelbel, P., “New contracts: the key to change” *European Management Journal*, 11, 4, December 1993.

possono reagire con un irrigidimento ostile che può certamente ostacolare l'avanzare del "nuovo". Tuttavia, attraverso un uso oculato delle leve della comunicazione e del *marketing* interno, la cultura può diventare un elemento aggregante dell'azienda e contribuire a creare un rinnovato senso di comunità, orientando e motivando la compagine organizzativa verso la rinnovata *mission*. La cultura rappresenta comunque un elemento da manipolare con attenzione nel *turnaround*, poiché "*if major changes are to be effected, then cultures must be changed*"<sup>60</sup>, e la frizione tra esperienza e cambiamento può rallentare, fino, in casi estremi, a paralizzarlo, l'avanzare del "nuovo".

---

<sup>60</sup> Hendry, J, Hope, V., "Cultural change and competitive performance", *European Management Journal*, 12, 4 December 1994

### III.2 L'analisi della sostenibilità industriale e finanziaria del *turnaround*

Se generalmente, in una condizione declinante che non sconfini nella crisi, un rilancio dell'azienda è sempre auspicabile (a meno che il mercato di riferimento non lasci presagire scarse o nulle prospettive di ritorno alla redditività), quando un'azienda è in una acclarata situazione di crisi la decisione sul percorso da intraprendere prevede sempre che, in via preliminare, le possibili alternative vengano esaminate onde verificare se, alla luce di una analisi di scenario, sussista l'opportunità economica di intraprendere un percorso di rilancio certamente lungo ed oneroso, a fronte dell'opzione di uscire definitivamente dal mercato (cosiddetta opzione di abbandono), o a fronte dell'opzione intermedia di dimettere o cedere alcune ASA, focalizzando energie e competenze sulle ASA giudicate più promettenti. Accanto a queste opzioni, rimane quella di alienare la proprietà dell'intera azienda, permettendone così la continuazione da parte di un soggetto che ha maggiori possibilità di successo, vuoi per superiori competenze, vuoi per più larghe disponibilità finanziarie.

Questo tipo di valutazione dipende anche dall'analisi del contesto, ed in particolare dalle caratteristiche del sistema-Paese cui l'azienda appartiene, dagli "appigli" che esso offre all'azienda in situazioni critiche, e dal sostegno più o meno grande che lo Stato è disposto ad offrire all'impresa la cui sopravvivenza è a rischio, in vista della conservazione del valore sociale della stessa. E, su questo piano, possono osservarsi situazioni assai variegate.

Negli Stati Uniti, i casi di crisi si sono moltiplicati a partire dalle prime, aggressive operazioni di *leveraged buy-out*, che, modificando profondamente la struttura finanziaria delle aziende innalzandone il grado di indebitamento, ne hanno accresciuto la rischiosità. A

questo fenomeno si è sommata una caratteristica strutturale del capitalismo statunitense, fondato sul modello della *Public Company*, che prevede, come noto, azionariato diffuso con connessa ampia delega al *management*. La nota, diffusa tendenza dei *managers* a perseguire obiettivi immediati più che risultati di ampio respiro (all'origine della teoria dei costi di agenzia), determina frequentemente situazioni di miopia gestionale che possono degenerare, nel medio-lungo periodo e spesso in modo inatteso, nella inadeguatezza strategica dell'azienda<sup>61</sup>.

Il progressivo diffondersi dei fenomeni di crisi ha innescato, negli U.S.A., energici meccanismi di reazione, sia operativi che culturali, secondo la consueta capacità reattiva del Paese. Ed infatti è proprio negli Stati Uniti che il *turnaround* trova le sue origini, anche terminologiche. Si delineano e si consolidano tecniche manageriali di gestione delle crisi, basate sull'esperienza, si formano figure professionali (*managers* e consulenti) specializzate e forme di intervento specifiche da parte delle istituzioni finanziarie (ad esempio con la formazione di mercati specificamente dedicati ai crediti pre-deducibili originati dalle procedure giudiziarie, o di fondi di investimento specializzati in aziende in situazioni critiche). Sul piano giuridico, da un lato mentre si perfezionano i meccanismi delle vie privatistiche di risoluzione delle crisi, e dall'altro si lavora alla introduzione di una innovativa procedura esplicitamente destinata alla conservazione dell'impresa anche dopo il dissesto: la ben nota *Corporate Reorganization*, contenuta nel Chapter 11 del Bankruptcy Reform Act del 1978. Di seguito sintetizziamo i principali aspetti della procedura contenuta nel Chapter 11, cui negli USA si è fatto e si fa ampio ricorso:

---

<sup>61</sup> Come opportunamente osserva il Guatri, in un'ottica di lungo periodo i risultati positivi (in termini di efficienza, posizione competitiva, redditività, capacità di generare flussi di cassa), anche quando appaiono saldamente raggiunti, vanno sempre controllati e confermati. È inoltre necessario che il *management* crei le condizioni affinché essi possano ripetersi nel futuro, tenendo conto del modificarsi di eventi e di circostanze sia interni che esterni. Gli equilibri, anche quelli che appaiono solidi, sono da considerarsi comunque precari, e l'azienda deve costantemente misurarsi con l'esigenza di adattarsi al mutare dell'ambiente esterno e dell'ambiente competitivo in particolare, e verificare costantemente l'assenza di situazioni interne di deterioramento che possono innescare percorsi declinanti, fino alla crisi. Guatri L., "Turnaround – Declino, crisi e ritorno al valore", Egea 1995.

- la società in Chapter 11 giova della sospensione delle azioni legali intentate dai creditori;
- il *management* ha il diritto esclusivo di proporre un piano di ristrutturazione entro 120 giorni, cui eventualmente possono aggiungersi proroghe;
- il piano deve essere accettato entro 180 giorni, decorsi i quali ciascun creditore può presentare un proprio piano di ristrutturazione;
- i crediti vengono suddivisi in classi di privilegio;
- vige la regola della “*absolute priority*” (priorità assoluta): i crediti superiori di grado devono essere completamente rimborsati prima che possa procedersi a rimborsare un credito di classe inferiore (nella pratica questa regola risulta essere però frequentemente disattesa);
- per essere accettato il piano di ristrutturazione deve essere accettato da almeno la metà dei creditori che rappresentino almeno i 2/3 dei diritti vantati dalla propria classe;
- i creditori sono incentivati ad accettare il piano onde ridurre tempi e costi della crisi.

Meno favorevole alla sopravvivenza dell’impresa in dissesto è l’ordinamento della Gran Bretagna, molto più orientato a difendere le ragioni dei creditori che a salvaguardare il valore sociale dell’impresa. Le procedure concorsuali inglesi, inoltre, affondano le loro radici in una tradizione secolare alquanto conservatrice e “reazionaria”, e non certo propensa a “spianare la strada” all’imprenditore insolvente.

Germania e Giappone presentano alcuni punti in comune al riguardo. In entrambi i Paesi, a giocare un ruolo determinante quando l’azienda attraversa una situazione di crisi è la Banca principale (la cosiddetta *Haus Bank* tedesca), la banca di riferimento dell’azienda, che ne segue le sorti, e, nel caso di una crisi, supporta finanziariamente l’azienda e si attiva nella

ricerca della soluzione migliore per il salvataggio, anche coinvolgendo altre società e/o sollecitando l'intervento pubblico. In questi due sistemi, la banca supporta l'azienda fino al punto di dividerne le sorti, nell'ottica di favorirne la conservazione (ed anche di trarre beneficio da essa), avendo cura di salvaguardare quanto c'è di valido nell'azienda e di evitare che altri subiscano nocimento. Importante viene considerata la salvaguardia dell'immagine e della credibilità, sia dell'azienda e di chi vi opera che della banca che la supporta.

Nei Paesi latini le situazioni sono variegate. La Francia, sul piano dell'intervento pubblico, si caratterizza per aver introdotto, nel 1985 una procedura innovativa per l'epoca, il *Redressement judiciaire*. La normativa relativa a questo istituto giuridico è stata peraltro modificata ed integrata, prima nel 1994 e poi in tempi assai recenti (nel 2005), alla luce dei risultati - poco incoraggianti - precedentemente ottenuti. Il *Redressement judiciaire* si caratterizza per la previsione di un "periodo di osservazione" (dedicato all'esame della possibilità di risanamento ed alla conseguente eventuale formazione di un Piano), propedeutico alla scelta tra continuazione dell'attività e abbandono/liquidazione. Questa procedura prevede l'intervento di esperti in crisi d'azienda (*experts en diagnostic d'entreprise*), con la possibilità anche immediata di *location-gérance*. Al termine del periodo di osservazione, che si svolge sotto l'egida del tribunale e dura da un minimo di 4 ad un massimo di 18 mesi, la procedura può concludersi con:

- il rilancio in situazione di continuità dell'assetto proprietario;
- il rilancio attraverso la cessione;
- la liquidazione giudiziaria, con la vendita dell'attivo ed il rimborso dei creditori secondo l'ordine previsto dalla legge.

In Italia prevale largamente l'intervento privatistico (soprattutto a partire dagli anni '90), secondo modalità che vedono quasi sempre le banche creditrici svolgere un ruolo di primo piano (sia con coinvolgimento diretto che nella ricerca di eventuali nuovi *partners*), come avremo modo di osservare nello svolgimento del presente lavoro. Ciò in quanto la disciplina dell'intervento pubblico nella risoluzione delle crisi è tradizionalmente stata molto farragিনosa, essendo rimasta per molti decenni ferma a quanto contenuto nel Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267. Solo in tempi recentissimi la normativa delle procedure concorsuali è stata riformata, attraverso il Decreto Legislativo 14 marzo 2005, n. 35 (convertito nella Legge 14 maggio 2005, n. 80), ed il Decreto Legislativo 9 gennaio 2006, n. 5.

Nel riformare la Legge Fallimentare, il Legislatore italiano ha perseguito tre finalità di fondo:

- facilitare l'accesso alle procedure concorsuali e renderle più celeri;
- incoraggiare soluzioni concordate per il superamento delle situazioni di crisi, assicurando la protezione delle stesse dalla revocatoria;
- favorire, per quanto possibile, la continuazione dell'attività.

La normativa si basa sulla distinzione tra lo "stato di crisi", caratterizzato da una temporanea difficoltà ad adempiere, e l'insolvenza, definita come incapacità di adempiere regolarmente agli impegni assunti, che comporti una situazione perdurante nel tempo. Le soluzioni previste dalla nuova disciplina sono raggruppabili in due categorie:

- stragiudiziali (accordo di ristrutturazione e piano di risanamento);
- giudiziali (procedure concorsuali, tra le quali il nuovo concordato preventivo).

La principale novità introdotta riguardo alle soluzioni stragiudiziali è la espressa *esenzione dalla revocatoria fallimentare* per gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in

esecuzione degli Accordi di ristrutturazione del debito e del Piano di risanamento in conformità alle disposizioni della Legge Fallimentare.

L'Accordo di ristrutturazione dei Debiti, ex art. 182 bis Legge Fallimentare è un “Accordo plurilaterale con comunione di scopo”, stipulato tra il debitore (l'azienda in crisi o insolvente) e suoi creditori, in numero tale da rappresentare almeno il 60% del totale dei crediti (sia chirografari che privilegiati), che sia stato omologato dal Tribunale. In dottrina vi sono tesi contrastanti in merito alla possibilità di accesso a tali accordi da parte del piccolo imprenditore. Non sono prescritti, per l'accesso all'Accordo, requisiti di meritevolezza (ad esempio: tenuta di regolare contabilità, inesistenza di condanna per alcune tipologie di reati). L'Accordo di ristrutturazione deve essere depositato presso il Tribunale e pubblicato nel Registro delle Imprese, in modo da dare allo stesso pubblicità e consentire non solo ai creditori ma a chiunque ne abbia interesse di proporre opposizione, entro 30 giorni dalla pubblicazione. Spetterà poi al Tribunale, tenuto conto delle eventuali opposizioni, procedere all'omologazione con decreto motivato. Contro tale decreto, è ancora possibile proporre appello, entro 15 giorni dalla pubblicazione nel Registro delle Imprese. L'Accordo di ristrutturazione depositato deve essere corredato da una relazione redatta da un esperto sulla attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità da assicurare il pagamento dei creditori estranei. Deve inoltre essere presentata la seguente documentazione:

- una relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa;
- uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione;
- l'elenco dei titolari di diritti reali o personali su beni del debitore;

- l'indicazione del valore dei beni ed i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili.

L'omologazione, cui consegue l'esenzione dalla revocatoria con effetto retroattivo fino al momento della pubblicazione dell'Accordo sul Registro delle Imprese, serve ad attestare l'avvenuta prestazione del consenso da parte dei creditori aderenti, l'effettivo raggiungimento della percentuale minima di crediti e l'idoneità dell'accordo ad assicurare il pagamento dei creditori estranei.

L'Accordo viene generalmente inteso come finalizzato alla prosecuzione dell'attività dell'impresa ma, in assenza di una precisazione normativa, una parte della dottrina sostiene che esso possa anche essere orientato alla liquidazione del patrimonio aziendale.

Diverso discorso vale per il Piano di Risanamento, il quale è esplicitamente teso a risanare l'impresa, ossia riportarla all'equilibrio finanziario attraverso la riduzione dell'esposizione debitoria. Il Piano di risanamento deve essere corredato dalla relazione di un esperto indipendente, prescinde da un accordo con i creditori e può essere anche predisposto unilateralmente dall'imprenditore. Esso non va omologato e non è soggetto alla pubblicazione nel Registro delle Imprese, ma tuttavia gode del beneficio della esenzione da revocatoria. Una importante funzione di "garanzia" viene svolta dalla relazione dell'esperto (revisore contabile o società di revisione iscritta nell'apposito Registro del Ministero della Giustizia), la quale deve attestare la ragionevolezza della previsione delle risorse finanziarie destinate al soddisfacimento delle obbligazioni e la capacità dell'azienda di generare risorse in misura adeguata all'entità dei debiti ed alle loro scadenze. Alla normativa del Piano di ristrutturazione viene contestata, nella dottrina giuridica, l'eccessiva vaghezza del criterio di idoneità e la mancanza di una procedura omologatoria capace di conferire adeguata pubblicità al piano.

La principale innovazione introdotta dalla riforma consiste nella nuova disciplina del Concordato Preventivo, secondo la quale il debitore che versi in uno “stato di crisi” può proporre ai suoi creditori un concordato preventivo basato su un “piano di ristrutturazione”. È ammessa la suddivisione dei creditori in classi, secondo la posizione giuridica ed interessi economici omogenei, ed è consentito un trattamento differenziato tra creditori appartenenti a classi diverse. Non è più richiesta la “meritevolezza” dell’imprenditore, ed il presupposto è che egli versi in uno “stato di crisi”; resta fermo l’obbligo di soddisfare integralmente i creditori privilegiati, mentre è soppressa la previsione di una percentuale minima di soddisfazione dei creditori chirografari. Il piano deve contenere l’indicazione delle modalità di ristrutturazione dei debiti e di soddisfazione dei creditori, e soprattutto l’attribuzione dell’attività dell’impresa ad un soggetto “assuntore” (eventualmente costituito dai creditori o da società le cui azioni sono destinate ad essere attribuite ai creditori). La domanda di ammissione al Concordato Preventivo deve contenere la medesima documentazione sopra indicata per l’accordo di Ristrutturazione, cui deve aggiungersi dalla relazione di un professionista avente i requisiti previsti per la nomina a curatore (cfr. art. 28 l. fall.), che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo. Il professionista deve essere “indipendente”, ossia non deve avere già esercitato la propria attività professionale nei confronti dell’imprenditore o comunque non aver avuto ingerenza nella gestione dell’impresa nei due anni anteriori all’apertura della procedura.

Il Tribunale, verificata la completezza e la regolarità della documentazione, dichiara aperta la procedura, limitandosi ad un mero controllo formale, salvo il caso della previsione di diverse classi di creditori. In quest’ultimo caso, il tribunale dovrà valutare la correttezza dei criteri di formazione delle diverse classi adottati dal debitore.

Nel contesto di una procedura largamente ispirata all'accordo negoziato tra debitore e creditori, il controllo dell'autorità giudiziaria è notevolmente ridotto e relegato a profili di mera legittimità. Al di fuori della delibazione sui criteri di formazione delle classi, tale controllo non investe il merito della proposta di concordato.

In altri termini, lo scopo del Legislatore sembra essere quello di ridurre l'intervento del giudice, nell'ottica di uno schema negoziale di risoluzione della situazione di crisi che necessita dell'intervento di un organo imparziale e *super partes*, le cui funzioni sono limitate al minimo per rendere la procedura massimamente flessibile e rapida.

Viene paventato, tuttavia, il rischio che l'unica garanzia della serietà della proposta sia fornita dalla relazione del professionista, che deve attestare la fattibilità del piano e la veridicità dei dati aziendali (e che non è oggetto di controllo da parte del giudice in sede di ammissione alla procedura).

Anche escludendo l'ipotesi di eventuali collusioni tra l'imprenditore ed il professionista (il quale potrebbe essere indotto a fornire una rappresentazione non fedele e veritiera della situazione economico-patrimoniale e finanziaria della società), vanno sottolineati i possibili effetti deleteri derivanti dal ritardo nella dichiarazione di fallimento nei casi in cui la proposta di concordato dovesse rivelarsi palesemente infondata.

Tale circostanza appare ancor più grave se si considera, da un lato, che il debitore non è più tenuto, come in passato, alla indicazione delle cause dell'insolvenza e dei motivi posti a fondamento della domanda di concordato e, dall'altro, che ai creditori non sono più garantiti minimi legali di soddisfazione (previsti, in passato, nel 40% del valore dei crediti).

Una diffusa critica alla nuova Legge Fallimentare rileva come le nuove previsioni siano state inserite nel tessuto della vecchia legge fallimentare, con conseguenti notevoli problemi interpretativi e di coordinamento.

Nel complesso, tuttavia, dalla recente disciplina legislativa sembra emergere una maggiore facilità di accesso alla procedura ed una complessiva accelerazione della stessa, in linea con l'intento di adeguare un impianto normativo ormai palesemente obsoleto alla rapidità dei ritmi dell'economia contemporanea<sup>62</sup>.

Al di là degli aspetti giuridici, connessi al supporto che lo Stato, sotto diverse forme, offre all'azienda in crisi, la decisione se proseguire l'attività o, al contrario, smembrare il patrimonio aziendale, richiede, specie per le aziende più piccole (per le quali l'impatto sociale della chiusura è limitato), una serie di valutazioni di opportunità e convenienza di natura squisitamente economica.

In generale, la prima delle valutazioni che vengono compiute in quest'ottica discende direttamente dall'analisi delle cause della crisi.

Quando, come frequentemente accade, la crisi sia stata scatenata da una forte contrazione del giro d'affari, occorre valutare l'andamento complessivo del mercato e le *performance* dei *competitors* considerati eccellenti e/o assunti come *benchmark*, onde comprendere cosa si sta verificando nel contesto di riferimento.

Se i *benchmark* conservano *performance* positive o comunque nettamente superiori a quelle dell'azienda, ed il mercato nel suo complesso è in una situazione di stabilità o addirittura di crescita, allora è evidente che la crisi deriva dalla inadeguatezza competitiva dell'azienda, vuoi per il prezzo, vuoi per la qualità intrinseca dei prodotti i servizi, vuoi perché i concorrenti sono riusciti ad alterare, a loro vantaggio, le regole consolidate del confronto competitivo spingendo sull'acceleratore dell'innovazione. Ciascuna delle

---

<sup>62</sup> Gismondi R., "La nuova disciplina del concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti", in Dircom.it, n.4 2005; Pau, F. "Concordato fallimentare, chiarimenti sulla ristrutturazione dei debiti", ItaliaOggi, 29 maggio 2006; atti del convegno dello studio Camozzi & Bonisconi dal titolo "Gli strumenti per la composizione negoziale delle imprese in crisi" svoltosi a Milano il 20 ottobre 2006.

possibili cause di una situazione di declino dell'azienda nell'agone di riferimento richiede specifici interventi risolutivi. L'esigenza di migliorare la qualità o di innovare può trovare soluzione nell'ingresso di nuove risorse umane adeguate ai nuovi obiettivi, ovvero in investimenti in beni materiali (impianti più performanti, ad esempio) o immateriali (comunicazione, *R&D* etc.). Ciascuna di queste soluzioni richiede naturalmente che venga sostenuto il relativo onere, il che l'azienda può non essere in grado di fare, specie in una situazione di tensione finanziaria e di scarsità di risorse. Se il mercato ha complessivamente prospettive interessanti e l'azienda non è così disestata da presentare un valore economico del capitale negativo anche nella prospettiva del *turnaround*, essa potrebbe comunque trovare con relativa facilità i mezzi di cui abbisogna per il proprio rilancio, anche se questo, come già abbiamo accennato, potrebbe comportare un avvicendamento nella proprietà.

Di altro ordine sono le riflessioni da farsi qualora l'intero comparto di appartenenza dell'azienda sia interessato da una situazione di perdurante declino, o addirittura sia minacciato di "estinzione"; in questo caso è più probabile che la scelta economicamente migliore consista nell'abbandonare il mercato e liquidare l'attivo. Ciò a meno che l'azienda non abbia – o sia in grado di reperire – risorse tali da riconvertirsi senza eccessive frizioni, ovvero da rilanciare il proprio mercato attraverso l'innovazione, o ancora di ritagliarsi una nicchia di mercato profittevole pur nel quadro di un contesto declinante.

In altri casi, le crisi sono determinate da situazioni di inefficienza produttiva le quali, pur in presenza di un valido posizionamento di mercato, precludono all'azienda la possibilità di generare valore in misura da ripagare adeguatamente tutti i fattori impiegati nell'attività. Questo tipo di crisi, se il mercato è comunque stabile e promettente per il futuro, sono generalmente tra quelle di più agevole soluzione, poiché rimangono confinate nell'ambito di quei fattori "interni" che sono più agevolmente controllabili dal *management* rispetto alle

variabili esterne che sono spesso fuori del raggio d'azione della direzione aziendale. Ciò sempreché la concorrenza non abbia raggiunto livelli di efficienza difficili da emulare, o uguagliabili in presenza di investimenti non giustificabili alla luce delle prospettive di rendimento.

In alcuni casi, come – recentemente – nel mercato bancario, l'azienda può sperimentare un problema di “inefficienza relativa”, ovvero di inefficienza rispetto ai concorrenti o alla maggior parte di essi in presenza di una situazione di concentrazione del mercato (attraverso aggregazioni) dalla quale essa rimanga anche temporaneamente esclusa. Ciò in quanto attraverso le aggregazioni i *competitors* riescono a raggiungere delle soglie critiche di operatività che sono precluse all'azienda *stand alone*, con la possibilità di sfruttare rilevanti economie di scala e fattori di efficientamento di altra natura.

In casi particolari, e segnatamente nelle aziende di servizi ad alto valore aggiunto (consulenza tecnologica, organizzativa, direzionale), la crisi può essere originata dalla fuoriuscita di risorse umane dotate di *skills* determinanti ai fini del successo aziendale. Più spesso tale fenomeno accentua situazioni critiche che erano già incipienti, e che sono proprio all'origine della migrazione dei *professionals*.

In numerosi casi reali, relativi ad aziende familiari, il declino o la crisi hanno tratto il loro abbrivio da situazioni di vuoto di *leadership* originate dal cambio generazionale, il quale talvolta rappresenta un momento di grave discontinuità nella storia dell'azienda, quando sorgono situazioni di attrito tra i diversi possibili successori o quando, al contrario, mancano nelle nuove generazioni figure idonee a subentrare nella *leadership* dell'azienda. La gravità della minaccia potenzialmente insita nel cambio generazionale è poi, talvolta, amplificata dal fatto che essa viene affrontata troppo tardivamente per essere aggirata senza conseguenze. In alcuni casi, però, le tematiche legate alla successione vengono affrontate

per tempo, attraverso operazioni di finanza straordinaria che prevedono l'esclusione di uno o più rami della famiglia a beneficio di altri, onde evitare una eccessiva frammentazione delle quote. Tali operazioni sono frequentemente eseguite con il supporto di istituzioni finanziarie ed assumono la forma tecnica del *family buy-out*.

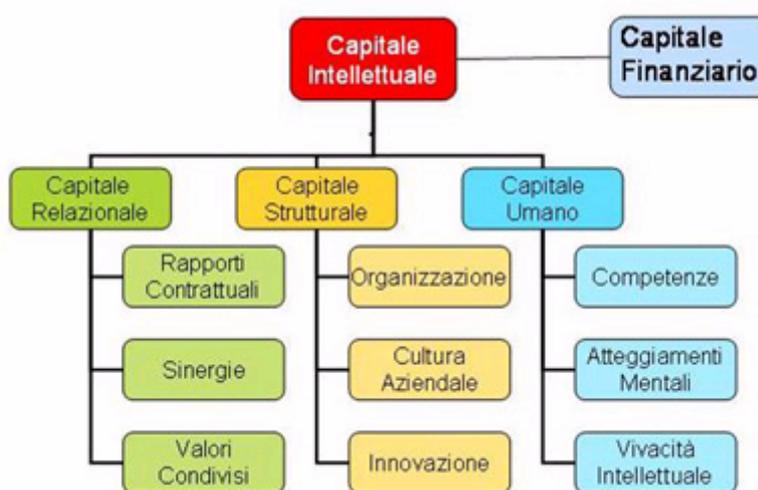
Come abbiamo avuto modo di vedere, numerose possono essere le cause delle crisi aziendali, e dalla natura della causa discende, in larga misura, anche la superabilità della crisi.

In generale, la scelta della prosecuzione rispetto all'alternativa della liquidazione viene favorita dalla presenza dei cosiddetti *intangibles*, ossia di quei beni che è impossibile alienare separatamente ed addirittura valutare, ma che pure sono determinanti ai fini della capacità dell'azienda di generare valore. Oltre ai marchi, che sono suscettibili di separata alienazione, tali beni consistono nelle conoscenze e nelle informazioni diffuse nell'organizzazione, nella reputazione dell'azienda e dei suoi prodotti, nell'esperienza e nella storia dell'azienda medesima che ne ha formato l'identità, nel clima aziendale, nel modo specifico, singolare ed irripetibile in cui alcune aziende adempiono o hanno storicamente adempiuto la propria *mission*. Tali *intangibles* sono destinati alla dispersione nel caso che l'azienda venga smembrata, perché sono "incorporati" nelle persone e nel particolare modo di relazionarsi delle persone che caratterizza l'azienda, ed il loro valore e la loro irripetibilità possono concorrere a determinare la scelta di "salvare" l'azienda in luogo di quella di smembrarla.

Gli *intangibles* a cui facciamo riferimento costituiscono il cosiddetto "capitale intellettuale" dell'azienda, la cui consistenza (che viene, nelle aziende più evolute, rilevata con appositi *reports*) permette di effettuare previsioni sull'andamento futuro dell'azienda, anche quando essa versa in condizioni critiche. Questo genere di risorse, essendo insite nella stessa

identità dell'azienda, hanno una natura "strutturale" e sono in buona parte sottratte alle vicende contingenti dell'azienda, quasi sempre, in qualche misura, cicliche.

Gli *intangibles* sono di fatto risorse a valenza economica non dotate di fisicità e, secondo una diffusa schematizzazione letteraria, sono riconducibili alle tre dimensioni del capitale umano, strutturale e relazionale. A queste vengono poi sovrapposte due dimensioni, trasversali rispetto alle prime tre, rappresentate dall'innovazione e dalla *corporate governance*.



Più esattamente, le risorse di cui andiamo discorrendo sono così schematizzabili<sup>63</sup>:

In una azienda sana, il valore di questi beni intangibili spesso è tale da superare ampiamente il valore dell'attivo (comprensivo dei beni immateriali iscrivibili in bilancio) contabile. In numerose aziende quotate il valore attribuito all'azienda dal mercato (a livello del cosiddetto *equity value* implicitamente stimato dal mercato, corrispondente alla capitalizzazione) è un multiplo del valore contabile del patrimonio netto (per fare un esempio eccellente, per Microsoft Corporation la capitalizzazione è pari ad oltre 7 volte il patrimonio netto contabile) e la differenza è ascrivibile all'esistenza di questi beni "incorporei" contabilmente non rilevabili, né individualmente valutabili<sup>64</sup>. È dunque il

<sup>63</sup> Fonte: Bevilacqua E., "Imprese e *intangibles*, il capitale nascosto da valorizzare e comunicare", dalla rivista economica on-line [www.zeroweb.it](http://www.zeroweb.it), 15/5/2006

<sup>64</sup> Edvinsson L., Sullivan P., "Developing a Model for Managing Intellectual Capital", *European Management Journal*, Vol. 14 No. 4, 1996

patrimonio intangibile la principale componente del valore economico del capitale di un'azienda, e più precisamente il talento dei suoi dipendenti, l'efficienza dei suoi sistemi di gestione, la natura del suo rapporto con i clienti, che nel loro insieme costituiscono il suo capitale intellettuale<sup>65</sup>.

In una azienda in crisi, tali valori tendono naturalmente a deprimersi, per effetto dell'impatto della crisi medesima sull'ambiente interno all'azienda e sulla percezione esterna di essa. Tuttavia, specie quando l'impresa è caratterizzata da una lunga storia e da una tradizione inimitabile di eccellenza e prestigio, essi restano elevati, talvolta al punto da rendere economicamente conveniente un salvataggio, anche dispendioso, dell'azienda.

In tutti i casi in cui si decida – da parte della vecchia o di una nuova proprietà – di rilanciare l'azienda attraverso un processo di *turnaround*, un passaggio critico, rilevata la Situazione patrimoniale iniziale o parallelamente a questo, consiste nella redazione di un adeguato Piano di *turnaround*.

---

<sup>65</sup> L'importanza del capitale intellettuale non è una scoperta recente. Già il magnate scozzese-americano dell'industria siderurgica Andrew Carnegie, classe 1835, osservava in un discorso pubblico come “L'unico capitale insostituibile che un'organizzazione possiede è il sapere e la capacità dei suoi membri. La produttività di questo capitale dipende dall'efficienza con cui i membri condividono le loro competenze con coloro che possono usarle”.

### III.3 La definizione del piano di *turnaround*

In tutti i casi in cui si decida – da parte della vecchia o eventualmente di una nuova proprietà – di rilanciare l'azienda attraverso un processo di *turnaround*, occorrerà procedere al passaggio critico della redazione di un adeguato Piano di *turnaround*.

In estrema sintesi, il Piano contiene l'indicazione dei macro-obiettivi del processo di *turnaround*, la loro declinazione in obiettivi più specifici, e l'indicazione del complesso di azioni da compiersi in vista del loro raggiungimento, e dei risultati che ciascuna di esse dovrebbe produrre.

Come è intuitivo, la definizione di un piano di *turnaround* non è mai un processo immediato, monocratico o unilaterale ma sempre rappresenta il frutto di lunghe ed articolate negoziazioni con gli *stakeholders* coinvolti, ed in particolare con i creditori e , tra questi, innanzitutto i creditori finanziari/bancari.

Già la durata del processo negoziale e decisionale rappresenta un primo elemento di criticità. Esiste sempre un *trade-off* tra la rapidità delle decisioni – che sarebbe oltretutto richiesta dalla naturale urgenza degli interventi – ed il grado di accuratezza delle medesime e dell'impianto di conoscenze e assunzioni su le decisioni poggiano.

Un buon compromesso consiste nel predisporre in tempi rapidi gli interventi più urgenti per arginare i fenomeni degenerativi in corso, per poi affrontare i delicati temi del rilancio dell'azienda in tempi tali da permettere la necessaria ponderatezza delle decisioni.

Talvolta, infatti, non si redige un unico piano ma due o addirittura tre diversi piani (tra di loro collegati)<sup>66</sup>:

1. il piano di emergenza, che generalmente abbraccia un orizzonte temporale di pochi mesi, il cui unico scopo è arginare i fenomeni degenerativi ed assicurare la

---

<sup>66</sup> Guatri L., "Crisi e risanamento delle imprese", Giuffrè, Milano (1986)

sopravvivenza dell'impresa nel brevissimo termine, ricercando quell'afflusso minimo di mezzi finanziari che permetta all'azienda di alimentare i propri cicli produttivi e quindi di continuare la propria esistenza;

2. il piano di stabilizzazione: caratterizzato da un orizzonte temporale generalmente non superiore al biennio, è orientato a ricondurre l'azienda ad una condizione di equilibrio economico;
3. il piano di rilancio: con un orizzonte temporale generalmente non superiore ai 4 anni, mira a riportare l'azienda alla creazione di nuovo valore per gli azionisti, attraverso un miglioramento delle prospettive reddituali e finanziarie e/o una riduzione del relativo rischio.

La negoziazione del Piano interessa tutti i principali *stakeholders* coinvolti dal risanamento dell'impresa, ed in particolare i creditori e , tra questi, innanzitutto i creditori finanziari/bancari.

La definizione di obiettivi e strumenti richiede che preliminarmente si prenda consapevolezza delle cause che hanno ingenerato la crisi, della natura dei processi degenerativi che hanno colpito l'azienda, e delle condizioni (anche e soprattutto economiche, patrimoniali e finanziarie) in cui essa precisamente versa all'avvio del processo di *turnaround*.

Il rilievo della condizione iniziale dell'azienda, per gli aspetti quantitativi, ha luogo, come già accennato, con la definizione di una Situazione Patrimoniale, che rappresenterà una “*milestone*” nella successiva valutazione dei risultati del processo di *turnaround*. In assenza di un chiaro punto di riferimento iniziale, infatti, sarebbe impossibile esprimere un giudizio fondato sui risultati del *turnaround*.

Nella redazione della Situazione di partenza, quasi sempre è necessario procedere a dei *write-off*, ossia a svalutare (o addirittura azzerare) poste dell'attivo, o anche a rilevare

passività precedentemente trascurate. Ciò in quanto è estremamente probabile che, nel tentativo di occultare la situazione critica, il *management* precedente abbia sottostimato le perdite (e conseguentemente sopravvalutato il patrimonio aziendale). Generalmente il *management* incaricato del *turnaround* è in questa fase molto conservativo nella stima del capitale aziendale, e ciò sia per fissare un punto di partenza “basso” dal quale sia più facile far risaltare risultati positivi, sia perché è preferibile che i *write-offs* siano concentrati in un unico momento onde evitare un successivo stillicidio di comunicazioni negative.

Accanto alla Situazione patrimoniale, viene generalmente eseguita una valutazione del capitale economico dell'azienda all'avvio del *turnaround*<sup>67</sup>. Tale valutazione è opportuna soprattutto quando l'azienda non è quotata, e dunque manca la possibilità di far riferimento alla valutazione implicitamente espressa dal mercato attraverso i corsi azionari.

La valutazione del capitale economico di aziende in crisi viene generalmente eseguita con la formula che segue<sup>68</sup>:

$$W = \frac{\bar{R}}{i} v^m - \sum (R_i - i'' K_i) v^i - \sum I_i v^i$$

dove:

$\bar{R}$       reddito atteso “a regime” (reddito potenziale dopo m anni)

$i$       è il tasso di capitalizzazione, espressivo del rischio connesso al raggiungimento del reddito  $\bar{R}$ ;

$m$       è il tempo (in anni) che si ritiene necessario al raggiungimento del reddito  $\bar{R}$ ;

$R_i$       sono i redditi (positivi o negativi) fino al raggiungimento del reddito  $\bar{R}$

$i''$       è il tasso di rendimento medio normale;

---

<sup>67</sup> Guatri L., *ibidem*

<sup>68</sup> Guatri L., “Turnaround – Declino, crisi e ritorno al valore”, Egea 1995.

$v^m, v^i$  sono i coefficienti di attualizzazione;

$K$  è il capitale netto rettificato

$I_i$  esprime i valori attuali dei nuovi investimenti richiesti dal *turnaround*.

Eseguita una adeguata diagnosi delle cause della crisi e una stima dei valori di partenza, viene definito il vero e proprio piano che, in massima sintesi, illustra il percorso strategico per condurre l'azienda ad una rinnovata prosperità.. Il *turnaround* ha generalmente luogo attraverso uno dei seguenti percorsi strategici (o una combinazione di più di uno di essi):

- per via di ristrutturazione: è l'intervento meno "invasivo", poiché il *turnaround* avviene nell'ambito delle tradizionali combinazioni prodotto/mercato e senza rilevanti cambiamenti dimensionali. Il risanamento viene essenzialmente perseguito attraverso la ricerca di livelli di efficienza migliori e più adeguati alle competizioni di mercato;
- per via di riconversione: quando vengono ricercate nuove combinazioni prodotto/mercato, agendo sia sulla produzione (anche attraverso l'innovazione) che sul *marketing*. Ferme restando le dimensioni, le risorse aziendali vengono dunque trasferite verso nuove A.S.A., abbandonando progressivamente le vecchie ASA (o alcune di esse);
- per via di ridimensionamento: quando la principale leva su cui si agisce consiste nel modificare in modo sostanziale le dimensioni dell'azienda, generalmente nella direzione di una loro riduzione (l'ipotesi opposta è del tutto eccezionale). Questo tipo di risanamento trova applicazione nei casi (peraltro frequenti) di crisi da sovracapacità produttiva, o indotte da fenomeni di decadimento dei prodotti o dell'intero mercato, da errori previsionali, dal modificarsi di equilibri nella concorrenza internazionale (si pensi alle numerose crisi indotte dall'importazione di prodotti a basso costo dall'oriente). È questa una delle forme più traumatiche di

risanamento, poiché richiede scelte di ridimensionamento del personale spesso drastiche; per lo stesso ordine di motivi, è anche un tipo di crisi che richiede tempi lunghi di gestione, a causa di trattative spesso estenuanti con i sindacati (e le conseguenti ricadute sul clima aziendale);

- per via di riorganizzazione: quando gli interventi necessari a “rimettere in pista” l’azienda pertengono essenzialmente ad aspetti organizzativi, connessi alla definizione di funzioni, aree di responsabilità, meccanismi di circolazione delle informazioni o di formulazione delle decisioni, nuovi metodi di pianificazione e controllo, nuove tecniche di vendita e così via. Come nel caso della ristrutturazione, generalmente si tratta di un percorso di *turnaround* non particolarmente traumatico.

Va però detto che, nella realtà, quasi sempre i piani di *turnaround* comprendono contemporaneamente più di uno dei percorsi citati.

Ad un buon Piano di *turnaround* si richiedono le seguenti caratteristiche:

- che sia ispirato a principi chiari, fondati e condivisibili (ad esempio: la maggiore equità possibile nella distribuzione dei sacrifici tra gli *stakeholders*);
- che sia tecnicamente corretto e dotato di una coerenza interna (relazioni definite tra obiettivi, chiaramente evidenziati, interventi proposti e risultati attesi da ciascun intervento; coerenza tra le previsioni relative alle diverse ASA; coerenza tra gli obiettivi di breve e di medio/lungo termine);
- che contenga l’evidenza della opportunità economica di procedere al risanamento dell’impresa, mostrando che i ritorni attesi dagli investimenti necessari al *turnaround* superano gli oneri connessi a tali investimenti;

- che sia convincente, grazie alla chiarezza degli obiettivi, alla ragionevolezza delle premesse e dei provvedimenti proposti, della sostenibilità del nesso tra tali provvedimenti e le conseguenze che ne vengono tratte in termini di miglioramento dei flussi attesi<sup>69</sup>.

Quanto più il piano comporta sacrifici per le varie categorie di *stakeholders*, tanto più la fase delle trattative può essere lunga e complessa. Il più delle volte, quando la dimensione dell'azienda oggetto di *turnaround* è rilevante, questa complessità è tale da richiedere che venga nominato un *advisor*, possibilmente “indipendente” e imparziale rispetto a tutti gli altri attori coinvolti, che supporti l'azienda nella gestione delle trattative con i soggetti coinvolti ed in particolare con le banche creditrici, nonché nella stessa redazione del Piano. L'*advisor* è generalmente un soggetto di estrazione bancaria/finanziaria (tipicamente una banca d'affari o una *boutique* finanziaria, tuttavia in alcuni casi trattasi di società di revisione dotate di adeguata *expertise* e credibilità), frequentemente affiancato da una società di consulenza direzionale indipendente, più competente per la definizione degli aspetti industriali e strategici della ristrutturazione.

Il ruolo dell'*advisor* è declinabile nelle seguenti principali attività<sup>70</sup>:

- individuazione ed analisi delle cause della crisi e della loro superabilità, identificando eventuali criticità contingenti o strutturali ed i possibili interventi correttivi;
- comparazione in termini di costi/benefici delle opzioni di liquidazione e continuazione dell'impresa, e delle possibili alternative per la continuazione (soluzioni giudiziali e stragiudiziali), anche con il ricorso alla teoria delle opzioni reali;

---

<sup>69</sup> Guatri L., *ibidem*

<sup>70</sup> Dagli atti del convegno “La corretta gestione di un'operazione di *turnaround*”, svoltosi a Milano il 10 maggio 2005 presso l'Ata Hotel Executive

- pianificazione delle fasi del processo di ristrutturazione ed in particolare della rinegoziazione del debito, definendo l'entità del nuovo *funding* necessario alla continuazione dell'impresa, in particolare per il periodo che intercorre tra l'accertamento dello stato di crisi ed il perfezionamento dell'accordo di ristrutturazione, onde far fronte a quei pagamenti che sono necessari ad evitare la paralisi dell'operatività aziendale (ed i conseguenti danni economici e di immagine);
- partecipazione alla identificazione del nuovo *management* cui affidare la gestione nella fase di transizione ed in quella di rilancio;
- redazione del piano di *turnaround*, in particolare negli aspetti finanziari relativi all'accordo di ristrutturazione, possibilmente in *team* con il nuovo *management* incaricato di gestire il *turnaround* e con i consulenti strategici eventualmente nominati.

Nella scelta dell'*advisor* si tiene conto dei seguenti fattori:

- l'assenza di conflitti di interesse rispetto alla realizzazione dell'operazione;
- la capacità di dialogo con i creditori e di adeguata "promozione" del piano;
- la reputazione acquisita nel campo, il *track record* di operazioni portate a compimento con successo e la qualità del *know – how* tecnico posseduto;
- il prezzo che, pur essendo un elemento rilevante, è raramente determinante.

Nella pratica si osserva che, diversamente da quanto teoricamente auspicabile, quando l'esposizione è particolarmente forte nei confronti di una banca, è quest'ultima a influenzare in modo decisivo la designazione dell'*advisor*, e normalmente la scelta si dirige verso soggetti collegati da rapporti di partecipazione o da saldi legami fiduciari, per cui il requisito dell'indipendenza e dell'assenza di conflitto di interessi non sempre viene

rispettato. Quando la crisi non è così grave da rappresentare una minaccia immediata alla sopravvivenza dell'azienda (e dunque alla soddisfazione dei creditori), è frequente che l'*advisor* venga nominato dallo stesso soggetto proprietario.

Qualora la difficoltà dell'azienda a fronteggiare le scadenze originariamente pattuite venga giudicata temporanea e superabile, essa viene generalmente tamponata attraverso la rinegoziazione del debito, definita collegialmente, in relazione al piano industriale, tra l'azienda, l'*advisor* e tutti i creditori bancari, secondo criteri che tengano conto della entità dell'esposizione di ciascuno rispetto a quella complessiva, della tipologia di finanziamento erogato, e delle garanzie di cui ciascun creditore si era dotato "a monte".

La ristrutturazione dell'indebitamento è intimamente connessa al piano industriale di rilancio, che deve dimostrare la superabilità della crisi e illustrare le azioni che si intraprenderanno nell'ottica della sua risoluzione. Di fatto pianificazione strategica e finanziaria dovrebbero rappresentare due "facce della stessa medaglia", ossia due chiavi di lettura del medesimo processo di pianificazione.

La parte industriale del piano è generalmente più articolata di quella finanziaria, che d'altro canto è derivazione della prima. Affinché il piano abbia una adeguata qualità, è necessario che esso parta dall'analisi delle cause che hanno indotto la crisi, sia negli aspetti di mercato che eventualmente per quelli interni. Come già si accennava, la condizione del mercato, le prospettive dello stesso, i fenomeni di concorrenza all'interno del settore o da altri settori rappresentano un punto di partenza da cui il piano strategico non può in nessun caso prescindere.

Strettamente connessa all'analisi del mercato è la valutazione della adeguatezza della combinazione prodotto/mercato dell'azienda in relazione all'offerta concorrente.

Un importante contributo alla comprensione della condizione strategica dell'azienda proviene dall'utilizzo dello schema concettuale della *S.W.O.T. analysis*. Come noto, con

la *S.W.O.T. analysis* vengono evidenziati i punti di forza (*Strenghts*), di debolezza (*Weaknesses*), le opportunità (*Opportunities*) e le minacce (*Threats*) che nell'insieme definiscono il posizionamento strategico dell'azienda. Altro strumento cognitivo frequentemente utilizzato è la matrice prodotto/mercato/cliente.

L'analisi deve essere dettagliata alle singole ASA, se ve ne è più di una, onde evidenziare il fondamento di eventuali scelte di dismissione di una o più di esse, e definire gli interventi di rilancio a livello individuale. Va detto che in alcuni casi la cessione di rami d'azienda o controllate non è realmente fondata a livello strategico, ma è motivata dall'esigenza di fare cassa in tempi brevi, e si risolve in un grave indebolimento strategico dell'azienda.

Importante è anche l'analisi dell'ambiente interno, con particolare riferimento all'adeguatezza del *managemet* e del personale in generale, alla cultura ed al clima aziendale, all'efficienza dei processi operativi, informativi e decisionali, alla idoneità delle dimensioni dell'azienda rispetto alla domanda di mercato.

A partire dall'analisi dello *status quo*, il piano industriale definisce la configurazione dell'azienda come risanata quale obiettivo a cui tendere, indicando nel contempo mezzi, percorsi e strumenti in vista della trasformazione desiderata.

Le azioni da compiersi, come indicate nella parte industriale, vengono tradotte in termini numerici/monetari onde stimare i flussi di cassa che la gestione genererà ed assorbirà, e dunque la quantità di risorse, ulteriori rispetto a quelle autogenerate, di cui l'impresa necessiterà per il risanamento: tali flussi di cassa costituiscono a loro volta il presupposto sulla cui base costruire il piano di ristrutturazione finanziaria.

Nella realtà, troppo spesso si osserva un insufficiente sviluppo degli aspetti industriali del piano (anche per gli stringenti tempi generalmente imposti dalla crisi) con la conseguenza principale che, mancando una visione strategica degli obiettivi del risanamento, la parte finanziaria di rinegoziazione finisce per essere definita in assenza di un'adeguata analisi dei

mezzi necessari ad un effettivo rilancio, data una certa capacità aziendale di auto-generazione di *cash-flow*.

Infatti, come abbiamo peraltro già osservato, un'analisi strutturale approfondita dei presupposti strategici del risanamento si scontra con il *focus* sul breve periodo cui la crisi naturalmente conduce, ponendo in dubbio la stessa sopravvivenza dell'impresa.

L'*advisor* e le banche si trovano quindi spesso di fronte a un *trade-off*: la qualità strategica del piano comporta un differimento dei tempi di intervento che può rivelarsi fatale; al contempo, interventi troppo orientati all'immediato periodo possono rivelarsi viziati da una miopia che può ridurre, fino ad azzerarla, la capacità dell'azienda di stare sul mercato nel medio/lungo termine.

Il piano industriale deve essere concepito in modo da poter ottenere l'approvazione della banche creditrici (che, naturalmente, vengono consultate anche nel corso della redazione dello stesso). Ciò comporta spesso un prolungarsi dei tempi di risposta, tanto più che la valutazione dell'adeguatezza del piano industriale presuppone una serie di competenze (anche di carattere strategico/industriale) e capacità di analisi che molte banche non hanno ancora sviluppato. Ove non esistano, all'interno delle banche, competenze di questo tipo, le banche stesse ricorrono – talvolta nominandole congiuntamente - a società di consulenza direzionale da cui ottenere supporto nella fase di valutazione degli aspetti strategici del piano.

Nella parte finanziaria del piano sono illustrate le misure necessarie a recuperare l'equilibrio finanziario dell'impresa, sia nel breve che nel medio/lungo termine, a partire dalla rinegoziazione dei debiti esistenti e dall'apporto della nuova finanza (a titolo di debito o di

equità, o di equità proveniente dalla conversione di crediti) necessaria al perseguimento degli obiettivi di piano. Nel modello di pianificazione finanziaria saranno quindi:

- fissati i flussi e le condizioni di rimborso del debito esistente;
- definite le modalità attraverso cui garantire all'impresa il reperimento di nuove risorse necessarie per continuare la normale operatività e per intraprendere i progetti di investimento necessari alla ristrutturazione ed al rilancio industriale dell'impresa.

Gli aspetti più strettamente finanziari della ristrutturazione dell'azienda saranno oggetto di più approfondita analisi nel prosieguo del presente lavoro.

### III.4 L'intervento di soggetti terzi: il ruolo dei fondi specializzati

I fondi di investimento specializzati in aziende in crisi (cosiddetti “*vulture funds*”, “fondi avvoltoio”) nascono negli U.S.A., negli anni '90, sull'abbrivio del moltiplicarsi dei casi di crisi seguiti al diffondersi, negli anni '80, di politiche di indebitamento estremamente aggressive. Poco dopo balzano agli onori delle cronache finanziarie, per gli ingenti, “leggendari” guadagni che frequentemente registrano.

Si caratterizzano per essere fondi chiusi focalizzati su investimenti, in titoli di *equity* o anche di debito, in aziende che versano in condizioni critiche. È possibile raggrupparli in tre categorie, in relazione alla tipologia di investimenti eseguiti<sup>71</sup>:

- “*passive*” *vulture funds*: specializzati in investimenti di minoranza, non assumono un ruolo diretto nella gestione delle imprese partecipate; definiscono i loro investimenti in relazione a strategie di diversificazione del portafoglio di matrice prettamente finanziaria ed investono in azioni o obbligazioni quotate;
- “*active*” *vulture funds*: acquisiscono minoranze qualificate, partecipano alla gestione delle loro partecipate ed alla redazione del piano di ristrutturazione; investono in società sia quotate che non quotate;
- “*aggressive*” *vulture funds*: mirano ad acquisire il controllo, onde influenzare in modo determinante la gestione, a partire dal processo di ristrutturazione e rilancio. Investono in titoli di aziende quotate e non quotate.

I *vulture funds* fanno parte della famiglia dei “*value investors*”; ci rifacciamo ad una tradizione distinzione degli investitori finanziari in due categorie:

- i *growth investors*: investono sulla crescita delle aziende, scommettendo sul tasso di crescita degli utili; essi riconoscono ai venditori un rilevante avviamento, che tuttavia è inferiore al valore che scaturirebbe dalle reali aspettative di crescita;

---

<sup>71</sup> Gilson, S., “Creating value through corporate restructuring”, Wiley, New York, 2001

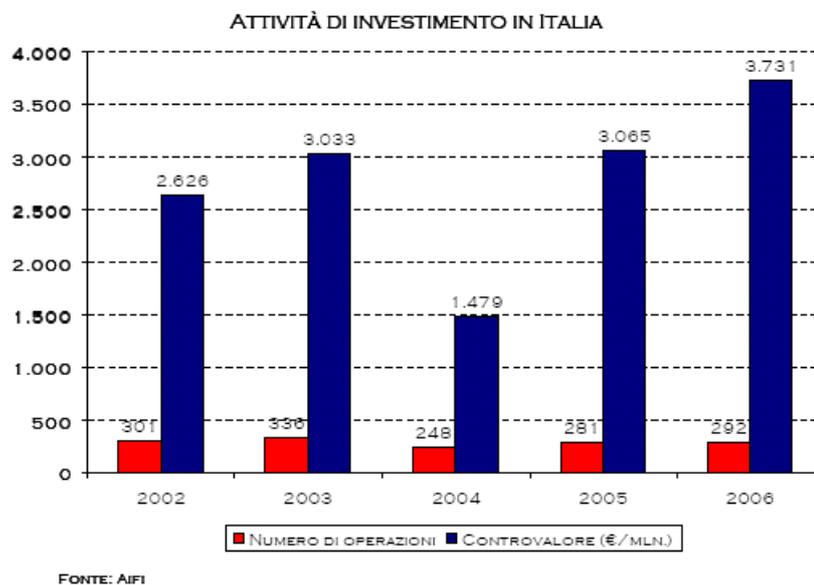
- i *value investors*: investono in società a valutazioni scontate rispetto al loro valore economico o addirittura a quello contabile, scommettono sul rischio, generalmente intervengono in situazioni critiche, riconoscendo avviamenti limitati, nulli o addirittura negativi.

Stante il loro ruolo determinante nella risoluzione di situazioni di crisi, ci occuperemo prevalentemente dei fondi “*aggressive*”. Negli USA, dove hanno la tradizione più consolidata, gli *aggressive vulture funds* seguono solitamente una strategia basata sull’acquisto, a prezzi notevolmente scontati, di crediti commerciali, bancari o titoli obbligazionari in misura minima sufficiente (1/3) a bloccare ogni piano di ristrutturazione proposto dal *management* e non gradito. In questo modo, sfruttano quel potere contrattuale che la massa eterogenea dei creditori da cui acquistano i crediti non potrebbe esercitare nei confronti del *management* e delle altre parti interessate nel processo di ristrutturazione. Frequentemente si avvalgono del meccanismo di “*cram-down*”, che consente l’omologazione del piano da parte del Tribunale anche se esso è respinto da una o più classi di creditori, purché il trattamento previsto dal piano per ciascuna classe sia “*fair and equitable*”; condizione minima è che tutte le classi ottengano come minimo quanto otterrebbero in caso di liquidazione.

In Italia le operazioni di *private equity*<sup>72</sup> si sono diffuse con ritardo rispetto ai pionieri USA, in generale ed in particolare quelle appartenenti alla tipologia del *turnaround*. Trattasi tuttavia di un fenomeno che ha acquisito un’importanza notevole e che, con la sola eccezione del 2004, è significativamente cresciuto nell’arco dell’ultimo quinquennio, secondo i dati censiti dall’Aifi (Associazione Italiana Analisti Finanziari) anche e soprattutto in termini di controvalore medio unitario delle transazioni:

---

<sup>72</sup> Ricordiamo che col termine *private equity* si indica l’attività di investimento nel capitale di rischio di aziende prevalentemente non quotate, con un orizzonte temporale di medio-lungo termine e con l’obiettivo di affiancare lo sviluppo aziendale mediante l’apporto di competenze professionali e manageriali.



**Controvalore medio unitario delle transazioni**

2002	2003	2004	2005	2006
8,72	9,03	5,96	10,91	12,78

€ mln

Le operazioni di *private equity* vengono raggruppate per tipologia, in relazione allo stadio del ciclo di vita in cui l'azienda si trova al momento dell'ingresso del fondo nel suo capitale. Le categorie di operazioni, definite dall'esperienza, sono cinque, e di esse le operazioni di *turnaround* sono la nuova frontiera. Esse richiedono un apporto di competenze (non solo finanziarie ma anche e soprattutto industriali e manageriali) generalmente assai superiore a quello necessario in altre, ormai più tradizionali, tipologie di *deal*.

Precisamente:

- le operazioni di “*seed/start up*” supportano l'azienda nei primissimi stadi del suo ciclo di vita; nel caso del *seed*, l'intervento del fondo ha luogo addirittura

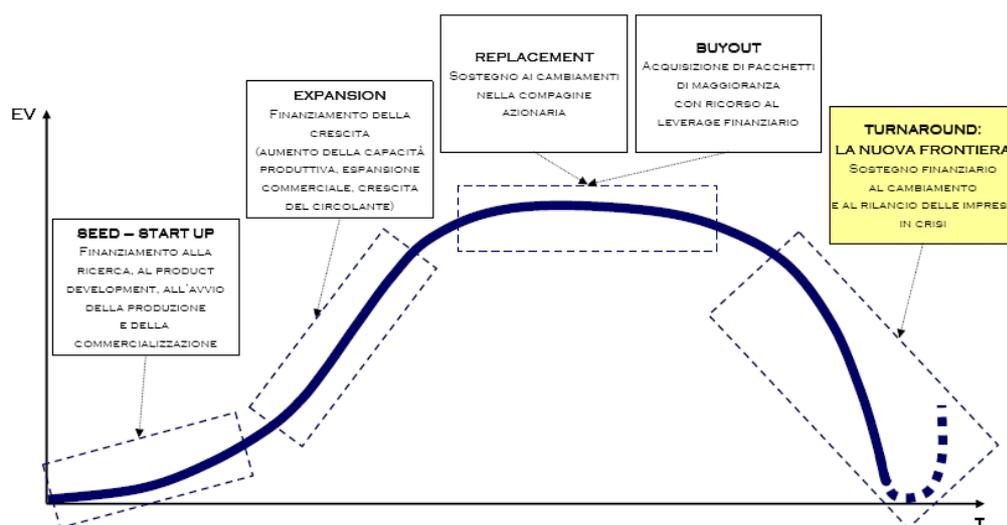
prima che l'azienda nasca, ed i fondi servono a finanziare le attività preliminari di ricerca, definizione dell'idea imprenditoriale, sviluppo dei prodotti/servizi, avvio dell'attività;

- le operazioni definite di “*expansion*” servono, come è intuitivo, a finanziare la crescita di aziende ancora giovani, ed in particolare l'aumento della capacità produttiva, l'espansione commerciale e la crescita del capitale circolante che ne deriva;
- i “*replacement*” si concretizzano in avvicendamenti nella compagine societaria, eseguiti dal fondo o da altri soggetti col supporto o la partecipazione del fondo;
- i “*buyout*” (o “*takeover*”) sono operazioni su pacchetti di maggioranza, che comportano dunque un passaggio del controllo dalla vecchia proprietà al fondo o ad un altro soggetto supportato finanziariamente dal fondo;
- ed infine, le operazioni di *turnaround*, che sostengono il cambiamento ed il rilancio delle aziende in crisi, con l'acquisizione di pacchetti generalmente di maggioranza o di minoranza qualificata<sup>73</sup>.

Di seguito evidenziamo graficamente il nesso tra la tipologia di *deal* e lo stadio del ciclo di vita dell'azienda oggetto di intervento:

---

<sup>73</sup> Dagli atti del convegno su “Il ruolo del *private equity* nel *turnaround*”, svoltosi a Milano nell'aprile 2007 presso la SDA Bocconi, con l'intervento del Dr. Raffaele Legnani, A.D. del fondo Atlantis Special Situations S.p.A.



Il controvalore delle operazioni di investimento appartenenti alla tipologia del *turnaround* censite dall'AIFI è cresciuto dal 2002 al 2006 secondo un CAGR (*compounded average growth rate*, tasso medio composto annuo) del 64,7%, passando dagli 11 milioni di Euro iniziali agli 81 del 2006<sup>74</sup>:

VALORE DELLE OPERAZIONI DI INVESTIMENTO											
€/MLN.	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	CAGR
SEED / START UP	65	2%	59	2%	23	2%	30	1%	28	1%	(19,0%)
EXPANSION	811	31%	572	19%	426	29%	385	13%	1.013	27%	5,7%
REPLACEMENT	205	8%	133	4%	83	6%	221	7%	165	4%	(5,3%)
BUYOUT	1.534	58%	2.258	74%	916	62%	2.401	78%	2.444	66%	12,3%
TURNAROUND	11	0%	11	0%	31	2%	28	1%	81	2%	64,7%
<b>TOTAL</b>	<b>2.626</b>	<b>100%</b>	<b>3.033</b>	<b>100%</b>	<b>1.479</b>	<b>100%</b>	<b>3.065</b>	<b>100%</b>	<b>3.731</b>	<b>100%</b>	<b>9,2%</b>

FONTE: AIFI

Si tratta evidentemente della tipologia di operazioni con i più interessanti ritmi di crescita in anni recenti.

I fondi di *turnaround* devono la loro fama, in primo luogo, al fatto che, quando il rilancio delle aziende va a buon fine, riescono a conseguire rendimenti estremamente elevati. La loro natura di *vulture funds* li espone inizialmente ad un giudizio negativo, quasi che la

<sup>74</sup> Si consideri che, nelle operazioni di questa natura, la maggior parte del valore intrinseco del *deal* è quella riferibile al debito della società oggetto di *turnaround* che implicitamente il *bidder* si accolla (piuttosto che al prezzo pagato per l'acquisto delle quote, il cui valore in situazioni di crisi è pressoché nullo): da qui il controvalore apparentemente limitato, rispetto alle altre tipologie di operazioni considerate.

loro funzione avesse un che di poco etico per il fatto di operare con aziende in difficoltà, approfittando della loro situazione di crisi<sup>75</sup>. Tuttavia, sempre più frequentemente, viene ad essi riconosciuto un importante valore sociale. Il loro sviluppo è fortemente apprezzato dal mondo istituzionale, imprenditoriale, professionale, bancario, poiché la loro presenza alimenta la creazione di opportunità di conservare il valore economico e sociale delle aziende in crisi, evitandone la liquidazione. Per questa via, si evita che il nome dell'azienda, la sua storia, la sua notorietà e soprattutto il suo valore intangibile vadano dispersi, permettendo al contempo la salvaguardia dei livelli occupazionali, la continuità di fornitura dei prodotti/servizi, il mantenimento dell'indotto, nonché il più agevole recupero dei crediti vantati da parte di banche, fornitori, erario ed istituti previdenziali (nonché, nei casi più gravi, da parte degli stessi lavoratori). La loro competenza finanziaria li pone nella condizione di rinegoziare il passivo con le banche e gli altri creditori nella maniera più idonea (per tempi e modalità) a consentire di contemperare il rilancio delle aziende con la giusta soddisfazione delle ragioni dei creditori. Frequentemente, essi trasformano, su una base negoziale, i creditori dell'azienda in investitori in "quasi- *equity*", stabilendo, attraverso la rinegoziazione, meccanismi di convertibilità del credito in azioni ovvero rendimenti variabili commisurati all'andamento dell'azienda nel corso del rilancio o alla conclusione dello stesso (cosiddetti finanziamenti mezzanini). Il mercato italiano è peraltro ricco di opportunità, poiché sono frequenti i casi di "*good businesses with bad balance sheets*", ossia di aziende industrialmente valide ed operanti in mercati interessanti che tuttavia presentano situazioni patrimoniali e/o reddituali sbilanciate. Trattasi inoltre di un mercato ancora ai primi stadi del suo percorso di sviluppo, con pochi operatori specializzati in "*special situations*", gli operatori tradizionali carenti delle competenze necessarie a valutare il livello di rischio del *turnaround* e comunque a gestirlo adeguatamente, mentre

---

<sup>75</sup> Danovi, A., "Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano", Giuffrè editore, 2003

gli operatori specializzati statunitensi si interessano al mercato italiano solo per le operazioni di maggiori dimensioni.

I fondi di *turnaround* accrescono il valore delle aziende acquisite agendo sulle stesse come catalizzatori del cambiamento, fornendo i capitali e le competenze manageriali necessarie al rilancio delle stesse. Più in particolare, essi agiscono:

- apportando esperienza “clinica”, contribuendo a definire ed implementare i progetti di riorganizzazione;
- apportando capacità negoziali nei confronti del sistema finanziario;
- riducendo i tempi e dunque i costi della crisi;
- fornendo i mezzi finanziari necessari al rilancio;
- rafforzando la struttura manageriale attraverso l’inserimento di “*turnaround managers*” di consolidata esperienza e credibilità;
- “scuotono” il sistema azienda attraverso il loro approccio “*hands on*” e riportano fiducia nel futuro ed ottimismo nel clima aziendale.

In Italia, mercato pur giovane per questo tipo di operazioni, già alcune aziende con storie di grande prestigio e marchi di risonanza mondiale sono state “salvate” attraverso l’intervento di fondi specializzati in *turnaround*. Tra queste ricordiamo la Riva, azienda produttrice di *yacht* di lusso a motore, con oltre 150 anni di storia ed un brand di fama mondiale.

La crisi si era manifestata attraverso pesanti cali del fatturato, che avevano indotto forti perdite operative. In una situazione di forte propensione alla cessione da parte dell’imprenditore, assorbito dalla gestione di altri *business*, il fondo Atlantis Capital Partners, principale operatore in Italia del settore insieme al fondo Management & Capitali, di più recente costituzione, ha rilevato la società, sottoponendola ad un radicale intervento

di ristrutturazione, attraverso la eliminazione delle molteplici inefficienze (riorganizzazione del *lay-out* di produzione), la ristrutturazione del costo del personale, il cambio di tutto il *management team*, una adeguata spinta commerciale e l'uso appropriato delle leve della comunicazione.

In un arco di tempo di 21 mesi, il fondo ha ceduto l'azienda al gruppo Ferretti con un realizzo pari a 37,9 volte il capitale investito nel *deal*.

Altro caso di successo riguarda la "Exact Change", maggiore catena in Italia di negozi di cambiavalute. Il business si caratterizza per gli alti margini e limitato fabbisogno di circolante; punto di forza della catena era l'ubicazione dei negozi nelle più trafficate vie delle principali città d'affari e d'arte in Italia. Il fondo Altantis ha rilevato l'azienda dalla procedura fallimentare della capogruppo inglese. L'operazione è stata finanziata con ampio ricorso all'indebitamento, grazie alla stabilità dei flussi di cassa ed all'elevato valore delle "buonuscite" attese dai negozi destinati alla chiusura. Il *management* è stato integralmente sostituito, la catena è stata riorganizzata introducendo adeguati sistemi di controllo e di *reporting*. L'azienda è stata ceduta al management 18 mesi dopo l'acquisizione, attraverso una operazione di *Management Buy Out*. Il ritorno per il fondo è stato di 7 volte il capitale investito.

Attualmente lo stesso fondo sta conducendo un *turnaround* su GiòStyle, azienda *leader* in Italia nella produzione di articoli per la casa ed il tempo libero. L'azienda è stata acquisita con una operazione di affitto di azienda con impegno all'acquisto da una procedura di Concordato Preventivo. La ristrutturazione sta già trovando i primi riscontri positivi.

## CAPITOLO IV

### FINANZIATORI ISTITUZIONALI E *TURNAROUND* AZIENDALI:

#### IL CONCORSO DELLE BANCHE ISTITUZIONALI AL DECLINO DELL'AZIENDA ED AL SUO

#### RISANAMENTO

### IV.1 Il possibile contributo della banca alla prevenzione delle situazioni di crisi

Stante la prevalenza, in particolare nel sistema italiano, dell'indebitamento bancario su forme alternative di finanziamento, le banche rappresentano, in Italia più che altrove, il primo soggetto passivo delle crisi d'impresa, essendo chiamate direttamente a sostenerne le conseguenze in termini di costi di ristrutturazione o di liquidazione.

L'insolvenza delle aziende finanziate è un evento che può produrre sull'economia della banca un impatto assai traumatico, sia in termini sostanziali che per le ripercussioni sull'immagine dell'istituto. Per contro, i costi della prevenzione, pur se ricorrenti, sono relativamente contenuti, considerando che una azione preventiva efficace può abbassare in misura sensibile la probabilità che abbiano a verificarsi situazioni di insolvenza, e dunque perdite.

Una appropriata politica di prevenzione delle insolvenze inizia da un grado adeguato di efficienza allocativa<sup>76</sup>, e dunque da un'analisi accurata del merito di credito dell'azienda che

---

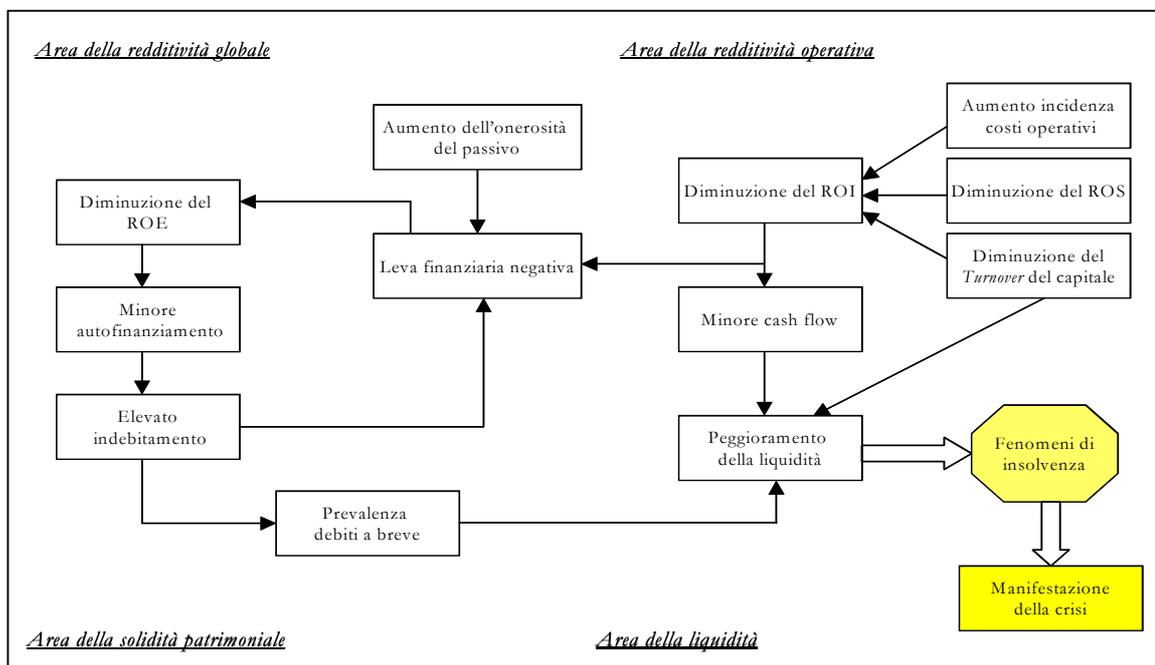
<sup>76</sup> A proposito di efficienza ed inefficienza allocativa, osservano Masciandaro e Riolo che “un approccio equilibrato al problema in esame [...] pone alla radice del credito cattivo e costoso le carenze informative connaturate al tradizionale rapporto tra banca e impresa in Italia. Mercati a ridotta competizione si affiancavano e si affiancano tuttora a rapporti di credito commerciale non privilegiati tra singola banca e singola impresa, con forme tecniche sbilanciate sul breve, prevalentemente caratterizzate dalla sola variabile rendimento, assistite da ingenti garanzie reali”. Masciandaro, D., Riolo F., “Crisi d'impresa e risanamento, Ruolo delle banche e prospettive di riforma”, Edibank, Milano, 1997

richiede il finanziamento, per segnare correttamente il discrimine tra aziende e progetti meritevoli e non meritevoli.

Tradizionalmente, l'analisi del merito di credito prevede che, in primo luogo, vengano esaminati accuratamente gli ultimi bilanci disponibili (in generale i bilanci dell'ultimo triennio). Opportunamente "riclassificati" e comparati nella loro successione temporale, tali bilanci forniscono, già ad una prima lettura, importanti indicazioni sul *trend* che l'azienda attraversa, con riguardo alle vendite, alla redditività operativa e netta, all'assorbimento di capitale, al grado di patrimonializzazione ed all'indebitamento. I bilanci forniscono poi, come peraltro abbiamo già evidenziato, le grandezze da porre a base del calcolo di alcuni importanti indicatori, capaci di fornire una sintesi dello *status* economico-finanziario e patrimoniale dell'azienda, e precisamente:

- indici di marginalità e rendimento (ad esempio: R.O.E., R.O.A., R.O.C.E., R.O.S.);
- indici solidità patrimoniale, equilibrio, solvibilità (tra cui: rapporto di liquidità, indice di disponibilità, rapporto *debt/equity*, rapporto posizione finanziaria netta/margine operativo lordo).

Il grafico seguente sintetizza, l'evoluzione dell'analisi per indici nei momenti di crisi, in un'ottica sistematica che evidenzia l'assoluta interdipendenza delle dei diversi aspetti della gestione aziendale (reddituale, patrimoniale, finanziario):



Bastia P., "Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali", Giappichelli – Torino (1996)

L'analisi per flussi permette di "fotografare" i meccanismi attraverso i quali un'azienda genera cassa, o ne assorbe. Particolarmente significativa è l'analisi della dinamica del Capitale Circolante Netto, la cui crescita (fisiologica se segue la dinamica dell'impresa nel suo complesso) può segnalare circostanze sfavorevoli, come l'accumularsi di scorte (o la sopravvalutazione delle stesse), l'esigenza di aumentare le dilazioni ai clienti per sostenere il fatturato, il tentativo di mostrare come esigibili posizioni di credito incagliate se non "decotte", onde evitare di gravare di ulteriori perdite bilanci già non brillanti, la difficoltà, per contro, di ottenere analoghe dilazioni dai fornitori.

Nell'analisi del merito di credito, gli analisti sono poi soliti dedicare grande attenzione ai conti d'ordine, ossia le partite cosiddette "sotto la linea", che rivelano l'esistenza di situazioni che, pur non avendo prodotto ancora nessun impatto sul Conto Economico o sullo Stato Patrimoniale, possono degenerare in eventi negativi per l'azienda ed il suo

patrimonio (garanzie, impegni, anche collegati ad operazioni di copertura rischi, e altre fattispecie che sia opportuno rappresentare affinché l'informativa di bilancio sia corretta e completa). Dall'analisi "a posteriori" dei bilanci di aziende fallite, si osserva infatti frequentemente un cospicuo aumento di voci "fuori bilancio", come *swap* valutari o di tasso o altre operazioni di *hedging* dal valore non giustificabile in relazione alla operatività fisiologica dell'azienda<sup>77</sup>. Importante è anche l'approfondimento della natura delle partite straordinarie, che, ove si ripetano frequentemente, smentiscono il loro carattere eccezionale, e rivelano circostanze che può essere opportuno valutare criticamente (ad esempio: la dismissione ripetuta di *assets* fatta con l'intento di generare cassa). Altri aspetti – tra i numerosi - da approfondire riguardano le rivalutazioni di immobilizzazioni le quali, ove non giustificate da valide ragioni economiche, determinano un annacquamento del capitale netto, e comunque possono sottendere un tentativo di rappresentare una situazione patrimoniale più rosea del reale. La nota integrativa fornisce indicazioni preziose sui criteri di valutazione adottati (specialmente per le rimanenze), sulla qualità del portafoglio crediti, su eventuali situazioni pregresse di difficoltà ad onorare impegni assunti, sempre che il bilancio presenti le giuste qualità di veridicità e correttezza<sup>78</sup>.

Sempre a monte della relazione banca-impresa, ai tradizionali strumenti dell'analisi storica e prospettica della solidità patrimoniale, economica e finanziaria, le banche dovrebbero affiancare – e di fatto sempre più frequentemente affiancano - altri, più innovativi,

---

<sup>77</sup> Queste operazioni possono talvolta spiegarsi con l'intento di sottrarre fraudolentemente mezzi finanziari all'azienda (magari già in condizioni di tensione), o, al contrario, rappresentano "scommesse" fatte nel tentativo di generare profitti in tempi brevi in misura sufficiente a risollevere le sorti decadenti dell'azienda.

<sup>78</sup> Uno studio eseguito sui bilanci di 13 gruppi industriali sottoposti ad operazioni di ristrutturazione per gli esercizi dal 1990 al 1993 ha evidenziato una forte espansione dell'attivo immobilizzato nella fase antecedente alla crisi, finanziata quasi esclusivamente con il ricorso a capitale di credito. Si è inoltre riscontrata la forte crescita dell'indebitamento bancario, sempre negli anni a ridosso del manifestarsi della crisi, per una quota quasi sempre superiore al 70% del fatturato dell'ultimo anno prima della crisi. Si è osservata altresì una tendenza a mantenere elevato l'indebitamento per effettuare (o conservare) investimenti di tipo finanziario. Assai frequentemente si è riscontrata anche una palese mancanza di correlazione tra la durata dei finanziamenti e quella degli investimenti che essi erano destinati a coprire. Cfr: Rossi, P., "Ristrutturazione del debito e ruolo delle banche nel risanamento delle imprese in crisi", in "Banca, impresa e società", n. 2/1997.

strumenti quantitativi, come i sistemi interni di “*credit scoring*”, basati su analisi e verifiche che permettono di attribuire all’azienda un giudizio complessivo, sintetizzato da un punteggio<sup>79</sup>. Importanti anche i modelli specifici di analisi finanziaria per la previsione delle insolvenze, basati sull’analisi di scenario e di *sensitivity*, che permettano di prefigurare le possibili situazioni di *distress* legate all’andamento del settore di appartenenza dell’impresa, nonché del contesto macro-economico generale<sup>80</sup>, simulando i riflessi sul *cash flow* aziendale di eventi e circostanze sfavorevoli.

Un’analisi preventiva efficace non può, però, prescindere anche da elementi di carattere qualitativo, come l’anzianità dell’azienda, la sua storica reputazione, l’importanza del *brand* sul mercato di riferimento, le dimensioni, la coerenza dell’organizzazione, e, soprattutto, la coerenza strategica e le qualità tecniche e personali del *management*.

L’analisi storica è infatti importante quale strumento che consente di mettere a fuoco lo *status quo* dell’azienda; tuttavia tale analisi deve essere sempre lucida sulla consapevolezza che un passato di successi, pur rassicurando – in situazioni di continuità – sulla presenza di risorse e competenze valide, non rappresenta necessariamente una garanzia che tali successi abbiano a reiterarsi in futuro.

Ne segue che l’analisi del merito di credito dovrebbe avere – ben più di quanto si riscontri nella normale operatività bancaria – una natura squisitamente previsionale, contemplando una accurata analisi:

- del piano industriale dell’azienda oggetto di valutazione del merito di credito;

---

<sup>79</sup> Come lo “*Zeta Score*” calcolato attraverso il modello di Altman, di cui si è diffusamente parlato al Capitolo I del presente lavoro. Cfr.: E.I. Altman, cfr: “I modelli di previsione delle insolvenze: loro applicazioni alla gestione d’impresa”, in “Finanza, Marketing e Produzione” n. 4, 1985

<sup>80</sup> Attraverso l’analisi di sensibilità (*sensitivity analysis*) le previsioni relative all’andamento generale (ed all’andamento dei flussi di cassa in particolare), sulla base delle quali viene erogato (o negato) il finanziamento, vengono “stressate” analizzando l’impatto di fattori negativi che possano discostare (in negativo) i risultati dagli obiettivi (ad esempio: una crescita del fatturato inferiore a quella stimata, un andamento dei costi – ad esempio: degli stessi interessi passivi – più sfavorevole di quanto previsto etc.)

- delle dinamiche che attraversano il settore di appartenenza (ed eventualmente altri settori che possano entrare in concorrenza con quello considerato), anche e soprattutto nell’ottica di valutare l’attendibilità del piano.

Analisi di questa natura necessitano una *vision* industriale ed una sensibilità strategica di cui le banche sono generalmente prive. Un modello ottimale di prevenzione delle perdite originate da situazioni di crisi richiederebbe (come peraltro avremo a vedere) che la banca stringesse una *partnership* continuativa con soggetti dotati di competenze industriali mirate, e dunque con società di consulenza strategica e/o con un “*pool*” di *managers* di provata esperienza, essendo assai improbabile sviluppare un adeguato bacino di competenze di questa natura all’interno<sup>81</sup>. A tale bacino di competenze potrebbe essere opportuno attingere soprattutto per le operazioni più rilevanti, o relative ad aziende attive in *business* innovativi e scarsamente conoscibili in base all’esperienza, o quando l’operazione presenti una struttura complessa e/o tale da far presagire un possibile coinvolgimento diretto attraverso la conversione in *equity* in determinate circostanze.

L’approccio tradizionale della banca finanziatrice italiana è tipicamente assai “garantista”<sup>82</sup>: acclarato il merito di credito dell’azienda che richiede un finanziamento, attraverso le verifiche di carattere patrimoniale, economico e strategico, la banca finanziatrice tende ad autotutelarsi con lo strumento delle garanzie, di carattere personale e / o reale (ipoteche, pegni, fidejussioni di altre società o degli azionisti), che rappresentano la più vetusta forma di protezione non già dall’insolvenza, ma dalle conseguenze patrimoniali di un’insolvenza già conclamata.

---

<sup>81</sup> Diversa è la situazione nelle *merchant banks*, dove, per la natura stessa del *business*, sono spesso presenti profili professionali non strettamente bancari, come *professionals* provenienti da società di attive nella consulenza direzionale.

<sup>82</sup> Tanto più quanto maggiore è il rischio – reale ovvero percepito – associato all’operazione di finanziamento.

Talvolta, e segnatamente nell'assenza o nella scarsità di meccanismi di protezione "convenzionali", accade anche che la banca tenda a "blindare" il soggetto finanziato, ponendo vincoli e limiti alla autonomia operativa, strategica e patrimoniale di questo, inserendo nel contratto di finanziamento una serie di clausole che di fatto ne subordinano la prosecuzione nel tempo al rispetto di una serie di condizioni, pena la decadenza del termine. I *covenants* si riferiscono prevalentemente ad indicatori che sintetizzano lo stato economico – finanziario di un'azienda, e di conseguenza la sua capacità, in prospettiva, di onorare gli impegni assunti. Per tali indicatori vengono stabilite delle soglie limite, entro le quali l'azienda viene considerata "in salute", e dunque in grado di dar corso al finanziamento secondo i termini originariamente pattuiti<sup>83</sup>. Qualora i *covenants* non vengano rispettati<sup>84</sup>, scattano meccanismi di protezione per la banca; generalmente la prima conseguenza del superamento delle soglie massime (o minime) consiste nella decadenza dal beneficio del termine (anche in assenza di situazioni di insolvenza), sicché nasce, per la banca, la facoltà di richiedere il rientro immediato delle somme erogate. Tuttavia, raramente la banca agisce in modo aggressivo (ovvero chiedendo il rimborso come pure potrebbe), poiché innescare situazioni di tensione che potrebbero risultare fatali all'azienda è contrario all'interesse degli stessi creditori. Per quanto possibile, la banca conserverà atteggiamenti cooperativi, ma beneficerà comunque, nella trattativa, di un maggior potere contrattuale legato alla esigibilità della propria posizione di credito. Generalmente, e solo qualora sia ritenuto necessario, si perviene a rinegoziare il credito, tenendo conto del mancato

---

<sup>83</sup> Tra i *covenants* cui nella prassi si fa più frequentemente ricorso ricordiamo: limiti (inferiori) la marginalità operativa (lorda e netta) in termini percentuali sul fatturato o sul valore della produzione; limiti (superiori) al rapporto tra debito e margine operativo lordo (considerato, nella prassi, fisiologico se non superiore a 4), limiti (ancora superiori) al rapporto tra debito e capitale netto.

<sup>84</sup> Il rispetto delle condizioni fissate dai *covenants* viene verificato attraverso la comunicazione periodica di dati economico-finanziari alla banca creditrice.

verificarsi delle condizioni ipotizzate all'atto della concessione del finanziamento, e dunque del maggior rischio che la banca accetta di assumersi<sup>85</sup>.

Alcuni tipi di *covenants* non sono legati al rispetto di parametri di tipo economico-patrimoniale, ma rappresentano vere e proprie limitazioni all'autonomia decisionale interna dell'azienda, prevedendo, ad esempio, l'obbligo di richiedere ed ottenere il consenso della banca finanziatrice per procedere alla distribuzione di dividendi, ovvero per la implementazione di alcune categorie di investimenti, o di operazioni finanziarie, o di dismissioni, o di operazioni di varia natura che possano alterare significativamente il profilo operativo o strategico dell'azienda finanziata. Altre volte i *covenants* si riferiscono ad obblighi di informativa che l'azienda deve assolvere periodicamente nei confronti della banca. In misura variabile, attraverso i *covenants* la banca condivide con la proprietà il potere di gestire l'azienda finanziata e, quando, come frequentemente accade, le professionalità bancarie coinvolte sono prive di competenze industriali, tali ingerenze possono finire per limitare pesantemente il potenziale competitivo dell'azienda.

Anche in assenza di *covenants*, che implicano un flusso di informazioni continuativo, il rapporto tra l'azienda e la banca finanziatrice dovrebbe svilupparsi in modo continuativo durante tutta la durata del finanziamento. Determinante è la qualità del flusso informativo, che deve comprendere tutte quelle grandezze che siano effettivamente rappresentative della condizione dell'azienda. Recependo ed analizzando adeguatamente le informazioni, la banca è in grado di individuare tempestivamente eventuali segnali critici, richiamando sugli stessi l'attenzione del vertice imprenditoriale, anche laddove esso fosse riluttante a prendere atto di uno stato declinante, ed inducendo, per vie formali o anche informali, l'adozione degli interventi più opportuni. Per questa via, l'azione di controllo ed "impluso" della

---

<sup>85</sup> Questa ipotesi rientra però nella "casistica" delle ristrutturazioni delle passività di aziende in crisi, di cui ci occuperemo diffusamente nel seguito del presente capitolo.

banca, nella sua “terzietà” rispetto alla proprietà ed al *management*, può rivelarsi determinante nell’impedire a possibili situazioni declinanti di degenerare in vere e proprie crisi.

Anche qualora la situazione di difficoltà non possa più esser prevenuta, in quanto già in atto, la tempistica con cui essa viene individuata e riconosciuta come tale è tutt’altro che irrilevante, poiché gli interventi correttivi – sia strategici che finanziari – hanno possibilità di risultare efficaci tanto maggiori quanto più tempestivi sono i tempi della loro applicazione.

È in quest’ottica che la definizione, a monte, di un copioso flusso informativo tra la banca ed il soggetto finanziato assume una chiara valenza preventiva delle insolvenze.

Una volta individuati i sintomi di una condizione declinante o comunque non ottimale, è auspicabile che la banca non assuma atteggiamenti passivi o “attendisti”, o rigidamente difensivi, ma che si faccia promotore di tutte quelle iniziative ed interventi che possono arginare il rischio di una insolvenza “strutturale”– ossia di una crisi - nel soggetto cliente. Sono utili, in questa fase, comportamenti pro-attivi e cooperativi che inducano il *management* ad individuare e rimuovere le cause della crisi, o almeno a circoscriverne le conseguenze negative.

Qualora i segnali di difficoltà mostrassero una natura non transitoria, la banca dovrà sollecitare tavoli negoziali con gli altri *stakeholders* (in primis la proprietà, ma anche altri creditori finanziari, fornitori, talvolta clienti, lavoratori), onde sollecitare gli opportuni interventi a sostegno dell’azienda.

Ciò premesso, qualora la crisi si sia già manifestata attraverso un'insolvenza di tipo non temporaneo, i possibili interventi percorribili, a favore del ripristino di condizioni di equilibrio finanziario in azienda, sono riconducibili alle seguenti quattro tipologie:

- a) la ristrutturazione del debito esistente verso le banche e gli altri creditori;
- b) gli interventi di *asset restructuring*;
- c) l'immissione di nuova finanza e la partecipazione al capitale di rischio;
- d) le altre operazioni di finanza straordinaria.

## IV. 2 La scelta tra l'opzione di risanamento e l'opzione di liquidazione

Va premesso che in questa sede faremo riferimento a quegli accordi di risanamento che hanno natura “stragiudiziale”, ossia che vengono raggiunti in assenza di procedure concorsuali e dunque di controllo giudiziario, rappresentando la sintesi delle volontà dei soggetti creditori coinvolti nella crisi.

I vantaggi che gli accordi stragiudiziali presentano rispetto alle analoghe soluzioni raggiunte per via di procedura giudiziale (concordato preventivo o fallimentare) sono stati oggetto di numerose considerazioni da parte degli studiosi. Essenzialmente, l'accordo stragiudiziale può portare ad un ritorno più elevato per tutti gli *stakeholders* coinvolti, principalmente in ragione delle sue due principali peculiarità: la flessibilità (intesa come “libertà” dalle rigidità processuali) e l'efficienza (sia in termini di tempo che di costi), intesa anche come efficienza allocativa<sup>86</sup>. Flessibilità ed efficienza sono ovviamente interrelate, nel senso che l'una genera normalmente l'altra. Ad esempio, l'assenza di vincoli quantitativi connessi a soglie minime di soddisfacimento dei creditori riduce il rischio di eccessi liquidatori, mentre la libertà contrattuale delle parti consente una gestione dell'impresa in crisi che privilegi la sostanza rispetto alla forma. La procedura giudiziale è però sempre un'alternativa che i creditori devono tenere in considerazione, poiché essa presenta indubbi vantaggi in termini di trasparenza e di imparzialità di trattamento tra i creditori, naturalmente a prezzo di tempi più lunghi e costi più elevati. Per fornire qualche cifra: per i concordati preventivi, Forestieri stima in 50 mesi la durata media e nel 35% il valore medio di recupero dei crediti; per i fallimenti la durata media è stimata in 72 mesi con un valore di recupero dei crediti inferiore al 30%<sup>87</sup>; Generale e Gobbi stimano invece tempi di recupero di 6 anni ed una

---

<sup>86</sup> Bertoli G., “Crisi d'impresa, ristrutturazioni e ritorno al valore”, Egea – Milano (2000)

<sup>87</sup> Forestieri G., “Banche e risanamento delle imprese in crisi”, Egea – Milano (1995)

quota recuperata inferiore al 40% per i crediti chirografari in caso di procedure fallimentari, mentre la percentuale di sarebbe stata di circa il 60% per lo stesso tipo di crediti in caso di accordi privatistici<sup>88</sup>).

In generale, dunque, l'accordo stragiudiziale rappresenta il frutto di una libera negoziazione dei soggetti creditori, scelta che, supponendo che le decisioni siano assunte in modo razionale, deve basarsi sulla premessa che la continuazione dell'attività aziendale sia una alternativa preferibile sia alla liquidazione per via giudiziale, sia, alla liquidazione per via stragiudiziale. In altri termini:

$$W_{gc} > W_{liqs} \geq W_{liqf}$$

Dove per  $W_{gc}$  si intende il valore di *going concern*, per  $W_{liqs}$  il valore ottenibile dalla liquidazione stragiudiziale e per  $W_{liqf}$  il valore recuperabile attraverso la liquidazione in sede giudiziale<sup>89</sup>.

In realtà, a guidare la scelta della banca non è solo il confronto tra valore di funzionamento (o di *going concern*) e valore di liquidazione, ma la stima di quanta parte del credito la banca potrà recuperare alla fine del processo di liquidazione. Questo dipende dal valore complessivo della liquidazione, dalle garanzie che la banca ha a disposizione, dai tempi necessari per il completamento delle procedure, dai costi impliciti ed espliciti di tali procedure. Così, la singola banca potrebbe avere incentivi a non partecipare alla ristrutturazione anche nel caso in cui il valore di funzionamento del gruppo fosse superiore a quello di liquidazione, ove la sua posizione fosse assistita da garanzie sufficienti a creare

---

<sup>88</sup> Generale, A. Gobbi, G., "Il recupero dei crediti: costi, tempi e comportamenti delle banche" in "Temi di discussione del Servizio Studi", n. 265, Banca d'Italia, Marzo 2006.

<sup>89</sup> Va precisato che quando  $W_{liqs}$  e  $W_{liqf}$  sono valori tra loro prossimi, i creditori propendono generalmente per la procedura concorsuale, che offre maggiori garanzie di equità e di trasparenza rispetto all'accordo privatistico. Altro fattore favorevole alla adozione di soluzioni giudiziali è quello giudiziale: in caso di accesso ad una procedura concorsuale, il credito non recuperato può immediatamente essere portato a perdita, con un risparmio pari, con le aliquote correnti (IRES 33% e IRAP 4,25%) al 37,25%. Al di fuori di queste ipotesi, la deducibilità delle perdite su crediti non è normalmente ammessa finché essa non risulta da elementi "certi e precisi".

l'aspettativa di un adeguato soddisfacimento del proprio credito. Specularmente, la banca potrebbe decidere di aderire al piano di ristrutturazione anche se il valore di liquidazione fosse superiore a quello di funzionamento, laddove, stante l'assenza o la debolezza delle garanzie che assistono la sua posizione, vedesse le proprie posizioni subordinate al soddisfacimento delle ragioni di altri creditori, primi tra tutti i dipendenti<sup>90</sup>.

Occorre anche tener presente che, se il valore di liquidazione può essere stimato con buon grado di approssimazione, trattandosi di un dato in un certo senso puntuale e "statico", la stima del valore di funzionamento dell'impresa in crisi è gravata da pesanti incertezze. Tali incertezze dipendono dalle effettive potenzialità dell'azienda, non sempre ben conoscibili dall'osservatore esterno<sup>91</sup>, dalle scelte operative e strategiche che verranno formulate, dalla effettiva capacità del *management* di imprimere all'organizzazione quella svolta, quel cambiamento decisivo che sempre devono supportare un credibile processo di *turnaround*, e, come per tutte le aziende, dalle reali prospettive del mercato di riferimento. Inoltre, la decisione di aderire al piano di ristrutturazione può voler dire, per la banca, porsi nella condizione di dover erogare nuova finanza, aggravando ulteriormente la posizione di rischio complessiva. La ineliminabile incertezza del risultato del tentativo di risanamento fa sì, inoltre, che la necessità di procedere alla liquidazione dell'azienda possa comunque ripresentarsi in un secondo momento, e stavolta in modo non più procrastinabile, quando la posizione di rischio della banca (e probabilmente la stessa condizione dell'azienda finanziata) si è ulteriormente aggravata.

---

<sup>90</sup> Ricordiamo che i crediti dei lavoratori verso i loro datori di lavoro sono assistiti da privilegio sui beni mobili del debitore (art. 2751 bis. Cod. civ.), così come i crediti fiscali dello stato ed i crediti degli enti previdenziali. Per completezza, ricordiamo che il privilegio è una causa di prelazione che costituisce garanzia patrimoniale su determinati beni del debitore (o su tutti i beni in caso di privilegio "generale") in relazione alla "meritevolezza" della *causa* che ha originato il credito.

<sup>91</sup> Inoltre, queste potenzialità possono erodersi nel tempo, a partire dall'emergere dello stato di crisi, ad esempio a causa della fuoriuscita dall'azienda delle risorse umane a più elevato potenziale.

Ipotizzando ancora che la banca si comporti come un operatore razionale<sup>92</sup>, la scelta tra le due opzioni dovrebbe essere basata su una funzione di convenienza che tenga conto dei seguenti fattori:

- le possibilità di successo dell'operazione di salvataggio;
- i rischi legati al tentativo di salvataggio (revocatorie etc.);
- la presenza di garanzie (l'affidamento bancario non è per sua natura assistito da privilegio – salvo il caso di garanzie reali o personali espressamente pattuite): nel caso di assenza di garanzie specifiche, le prospettive di recupero dei crediti sono legate esclusivamente all'andamento del piano di ristrutturazione;
- le eventuali necessità di bilancio dell'istituto creditore<sup>93</sup>.

In generale, le strategie che la banca può porre in essere in un intervento di ristrutturazione sono riconducibili a tre alternative comportamentali:

- attesa;
- conflitto;
- intervento cooperativo.

Un atteggiamento conflittuale è generalmente il prodotto di una grave incrinatura del rapporto fiduciario tra la banca ed il cliente, generalmente legata alla scarsa trasparenza dell'azienda, o addirittura a comportamenti fraudolenti da parte della proprietà e/o del *management*. La strategia cooperativa è invece motivata dai seguenti vantaggi attesi:

---

<sup>92</sup> La psicologia cognitiva ha evidenziato che le scelte, supposte razionali, sono in realtà soggette ad una razionalità limitata per la presenza di “istanze condizionanti” (personali e collettive) e per la disponibilità di competenze limitate per la soluzione di problemi complessi, nonché a causa di asimmetrie informative e possibili conflitti d'interesse. In questo caso specifico, le decisioni delle banche sono influenzate anche da fattori non strettamente razionali, come, ad esempio, il prestigio dell'*advisor* finanziario incaricato del risanamento, nonché dello stesso consulente strategico.

<sup>93</sup> La banca spesso non ha interesse, o addirittura ha difficoltà, ad evidenziare nel proprio bilancio i crediti tra le “sofferenze” (esposizione nei confronti di soggetti in stato di insolvenza), preferendo classificarli tra gli “incagli” ossia tra le partite caratterizzate da una temporanea difficoltà di esigibilità che si prevede possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo. Nel calcolo dei coefficienti patrimoniali, il peso delle sofferenze è doppio, e dunque ben si comprende l'interesse delle banche a collocare le posizioni anomale tra i debiti in ristrutturazione, valutabili discrezionalmente, anziché tra le sofferenze.

- possibilità di limitare la perdita;
- interesse generale alla sopravvivenza dell'azienda cliente;
- timore di effetti a catena su aziende dell'indotto, o su altre aziende appartenenti allo stesso gruppo dell'azienda in crisi anch'esse esposte verso il sistema bancario;
- possibili vantaggi futuri connessi alla possibilità di continuare ad offrire servizi all'azienda nel caso che essa abbia una continuità<sup>94</sup>;
- vantaggi di ordine contabile, come già evidenziato<sup>95</sup>.

In generale, è stato osservato che le banche più esposte hanno un interesse al risanamento del cliente che può portarle a diventare soggetto promotore del tentativo di ristrutturazione.

È stato altresì osservato che generalmente sono le banche di maggiori dimensioni a presentare atteggiamenti più pro-attivi in caso di crisi di aziende loro debitorie.

La matrice seguente evidenzia come variano i comportamenti adottati dai creditori per l'assunzione di decisioni al variare delle dimensioni della banca e del valore dell'esposizione:

***DIMENSIONI DELLA BANCA***

		<b>GRANDI</b>	<b>MEDIO-PICCOLE</b>
<b>AMMONTARE DELL'ESPOSIZIONE</b>	<b>ELEVATO</b>	Ruolo attivo nelle trattative e modifica della situazione a proprio favore	Volontà di coinvolgimento diretto nelle trattative
	<b>MODESTO</b>	Mandato alla banca più esposta	Comportamento imitativo

Fonte: Bertoli, G., 2000

<sup>94</sup> Cesarini ha opportunamente osservato come l'intento di conservare nel tempo i rapporti instaurati con le aziende clienti sia tra le principali motivazioni dell'adesione a un processo di ristrutturazione, in vista di ulteriori profitti futuri. Cfr. Cesarini, F., "Le banche creditrici dell'impresa in crisi: ruolo, responsabilità e problemi", intervento alla giornata di studio su "Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche", Roma, Banca d'Italia, 22 marzo 1996.

<sup>95</sup> Cfr: Danovi, A., "Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano", Giuffrè Editore, 2003

L'importanza dell'esposizione della banca, in relazione alle dimensioni complessive della stessa, ha un impatto evidente sul comportamento della banca in relazione al piano di ristrutturazione poiché, maggiore è l'esposizione, maggiore sarà l'interesse della banca a mobilitare uomini, strutture, e competenze in vista della adozione di un piano di ristrutturazione capace di un effettivo rilancio dell'azienda.

Importante è anche la variabile dimensionale relativa all'azienda in crisi, rilevante per le possibili ripercussioni sull'indotto industriale e per il possibile effetto destabilizzante sullo stesso sistema bancario<sup>96</sup>, nonché per gli aspetti "politici" connessi alle ingerenze e pressioni che più o meno legittimamente possono essere esercitate sul sistema bancario dalla Banca centrale, dagli *advisors*, o dalle stesse società in crisi tramite le relazioni di cui godono con esponenti dell'economia e della politica (ed i loro referenti nel mondo bancario) o con i rappresentanti di gruppi sociali influenti. Le banche assumono invece posizioni attendiste ed imitative quando, per le proprie dimensioni o per la portata della propria esposizione verso l'azienda in crisi, mancano del potere contrattuale necessario ad assumere un ruolo forte nel compattare il "fronte finanziario" davanti all'emergere della condizione critica di un soggetto loro debitore<sup>97</sup>.

Finora abbiamo considerato esclusivamente il rapporto tra la singola banca e l'impresa in crisi, inteso come problema individuale di massimizzazione di un risultato, senza considerare il contesto in cui le due parti si confrontano. Per come l'abbiamo finora

---

<sup>96</sup> Zara, C., "Le banche e il risanamento delle imprese in crisi", in "Economia e management" n. 5/1995

<sup>97</sup> Il sistema bancario italiano, in particolare, è caratterizzato da un eccessivo frazionamento dei debiti delle imprese tra molte banche, per cui sono assai frequenti situazioni in cui nessuno degli istituti creditori goda di una posizione di forza contrattuale che gli permetta di farsi propulsore di un processo di risanamento adeguato al caso. Tutto ciò comporta, tra l'altro, un dispendio di tempo che spesso è causa o concausa di un ulteriore aggravamento dello stato dell'azienda in crisi.

schematizzato, il processo decisionale è stato implicitamente supposto non influenzato dal comportamento di creditori terzi. Ma nella realtà, il conflitto tra diversi soggetti creditori può rendere difficoltosa la negoziazione, fino al punto di portare alla liquidazione anche nell'ipotesi in cui essa non sia la soluzione economicamente più efficiente, né per il sistema, né per i singoli attori. È stato anche osservato altresì che l'incentivo delle banche a partecipare alle ristrutturazioni cala se l'impresa si è indebitata anche mediante titoli collocati presso il pubblico, a causa del possibile trasferimento di ricchezza ai detentori di tali titoli (che naturalmente non partecipano ai costi della ristrutturazione). In generale, il problema è collegato alla non escludibilità dai benefici derivanti dalla ristrutturazione, che inevitabilmente vengono goduti sia da chi ne ha sopportato i costi, sia da coloro che non vi hanno partecipato.

Si delinea così un classico problema di *free riding*: ogni singolo intermediario trae infatti il massimo ritorno se non partecipa direttamente alla ristrutturazione, ma la stessa viene comunque portata a termine dal resto del sistema. Infatti, in questo caso, la banca non è obbligata ad immettere nuova finanza e può rientrare dalle proprie esposizioni – almeno parzialmente – in tempi relativamente brevi, e senza sostenere i costi di una procedura fallimentare ed attenderne i tempi.

Le banche sono comunque incentivate a tenere atteggiamenti cooperativi dal fatto che il piano di ristrutturazione necessita dell'approvazione della Banca d'Italia, che normalmente richiede quorum di partecipazione elevati per concedere l'approvazione. Ogni singolo intermediario, dunque, nel tenere comportamenti da *free rider*, aumenta le probabilità che il piano non trovi realizzazione, e dunque di subire indirettamente una perdita più elevata del necessario. Inoltre, la banca che tenga atteggiamenti non cooperativi, vede peggiorare rapidamente la propria reputazione sul mercato finanziario, rischiando ritorsioni soprattutto nel caso in cui sia esposta significativamente verso altre aziende in crisi, per le

quali sia necessario o opportuno un piano di ristrutturazione. In quest'ottica, aumenta l'incentivo della banca a partecipare ai piani di ristrutturazione ed in generale a tenere atteggiamenti di tipo collaborativo, sia per evitare il fallimento del singolo piano di ristrutturazione che per evitare il fallimento del complesso dei piani di risanamento in cui la banca è coinvolta<sup>98</sup>.

Nell'ottica di favorire un comportamento cooperativo tra gli istituti di credito posti di fronte a situazioni di crisi, il Comitato Esecutivo dell'ABI ha approvato recentemente, sulla scia della favorevole esperienza britannica seguita all'emanazione di specifica disciplina da parte della Banca d'Inghilterra (cosiddetto "*London Approach*"), un "Codice di comportamento tra banche per affrontare i processi di ristrutturazione atti a superare le crisi di impresa", accolto favorevolmente dalla Banca d'Italia. Tale protocollo, aperto all'adesione volontaria da parte delle banche, prescrive essenzialmente un atteggiamento concertato e trasparente tra i diversi soggetti coinvolti, ritenendo che dalla composizione degli interessi in gioco possa emergere un risultato superiore rispetto a quanto ottenibile in una logica di contrapposizione<sup>99</sup>. Per completezza, precisiamo che il *London approach* si caratterizza per consentire la massima flessibilità nella gestione di situazioni di crisi. Gli unici elementi fissi sono: 1) la necessità di una concertazione nell'esame del caso tra creditori bancari e non; 2) l'utilizzo di un *advisor* indipendente, cui le banche conferiscono mandato congiunto per la predisposizione delle informazioni; 3) attendibilità e disponibilità delle informazioni a tutti gli *stakeholders* coinvolti; 4) impegno delle banche a sostenere finanziariamente il soggetto in crisi.

---

<sup>98</sup> Ed in effetti, empiricamente si osserva che la propensione delle banche a partecipare a piani di ristrutturazione aumenta nei periodi in cui situazioni di crisi industriale sono diffuse nel sistema. Ciò anche per dilazionare nel tempo l'emergere delle perdite.

<sup>99</sup> Dal sito della Banca d'Italia non è però chiaro se e quante banche abbiano manifestato la propria adesione al Protocollo.

## IV.2 Un modello a supporto della scelta tra risanamento e liquidazione

A supporto della scelta se sostenere un'azienda in un prospettato tentativo di risanamento, ovvero chiederne la liquidazione, per via concorsuale o, più raramente, su base volontaria è stato elaborato un modello logico/matematico che di seguito brevemente riportiamo<sup>100</sup>.

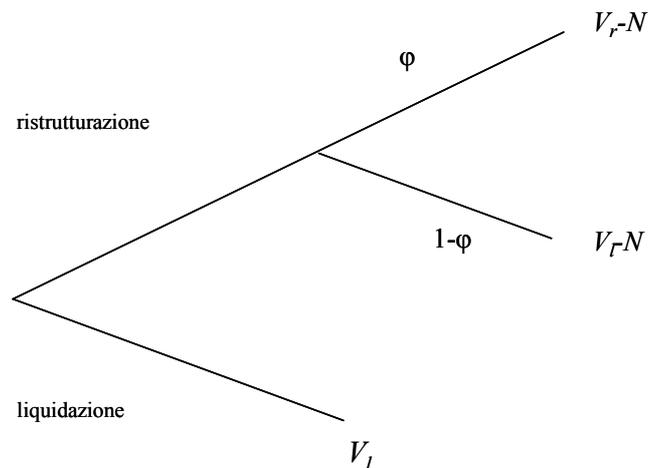
Si consideri una situazione in cui l'impresa debitrice, in stato di crisi, non sia in grado di rimborsare il credito erogato dalla banca, per un valore nominale di  $V_n$ . Si ipotizza che i crediti concessi non siano assistiti da garanzie, e che la banca possa scegliere tra due opzioni: la procedura di liquidazione e la ristrutturazione del debito.

Nel primo caso (liquidazione) la banca è in grado di recuperare una parte del proprio credito certa ed identificabile, anche se inferiore al valore complessivo della propria posizione di credito ( $V_l < V_n$ , dove  $V_l$  sta per "valore di liquidazione").

Percorrendo l'ipotesi alternativa della ristrutturazione, la banca accede alla possibilità di recuperare una frazione ( $V_r$ ) del proprio credito superiore a quella ottenibile attraverso la liquidazione ( $V_n > V_r > V_l$ ), ma senza l'effettiva certezza che il risanamento abbia successo ed il valore  $V_r$  venga effettivamente recuperato. In caso di insuccesso del piano di risanamento, la banca dovrà comunque procedere alla liquidazione delle attività dell'impresa. Tuttavia, la ristrutturazione impone che la banca eroghi all'azienda nuova finanza ( $N$ ) per consentirne la continuità operativa, per cui il valore effettivamente recuperabile in caso di fallimento sarà pari alla differenza tra il valore di liquidazione ed il valore del nuovo credito concesso ( $V_l - N$ ). Come è evidente, si ipotizza che il valore di liquidazione del complesso aziendale rimanga invariato nel tempo. Se indichiamo con  $\varphi$  la probabilità di successo del piano di risanamento, i termini del problema possono essere schematizzati graficamente come segue:

---

<sup>100</sup> Cfr: Rossi, P., op. cit.



Con  $V_r > V_l$  (altrimenti la scelta di partecipare al rilancio sarebbe originariamente priva di senso) e  $V_r > N$  (sul piano logico, non ha senso erogare nuova finanza per un valore superiore a quello recuperabile attraverso il risanamento).

L'equazione di seguito sintetizza il rendimento (in termini di valore recuperabile) atteso per l'ipotesi in cui la banca decida di aderire alla ristrutturazione del debito:

$$(1) \quad E(V)^{ris} = \varphi (V_r - N) + (1 - \varphi)(V_r - N)$$

che può essere espressa anche come:

$$(1a) \quad E(V)^{ris} = V_l + \varphi (V_r - V_l) - N$$

I primi due termini rappresentano il ricavo associato all'opzione di ristrutturazione (considerando sia l'ipotesi di un esito positivo che quella di un esito negativo), mentre  $N$  rappresenta il costo della ristrutturazione, rappresentato dalla nuova finanza da erogare a supporto di essa.

Assumendo la neutralità al rischio, e la razionalità nella decisione, la banca aderirà al progetto solo se il rendimento atteso (al netto del costo) risulta superiore a quanto la banca

sarebbe in grado di recuperare nell'ipotesi di una liquidazione, e cioè quando è verificata la seguente condizione:

$$(2) [V_l + \varphi (V_r - V_l) - N] - V_l \geq 0$$

ovvero se:

$$(3) \quad \varphi \geq \frac{N}{V_r - V_l}$$

Se la condizione (3) è soddisfatta, per la banca è conveniente aderire al processo di ristrutturazione del debito dell'azienda in crisi. La relazione conferma quanto già intuitivamente si comprende, e cioè che la banca sarà tanto più propensa a ristrutturare, ed a risparmiare all'azienda un processo di liquidazione, quanto maggiore è la probabilità di riuscita attribuita al piano di risanamento, quanto minore è la nuova finanza necessaria a mantenere in esercizio l'azienda, e quanto maggiore è la differenza tra il valore che deriva dalla ristrutturazione ed il valore che risulta dalla liquidazione immediata dell'azienda.

In realtà la probabilità di riuscita del piano non è una variabile completamente esogena rispetto al comportamento della banca creditrice, dal quale invece è influenzata. Infatti essa dipende anche dal sostegno che la banca offre all'azienda, sintetizzato da "N" nella relazione (3): finanziamenti troppo esigui potrebbero infatti penalizzare le possibilità di sviluppo dell'azienda, impedendo che vengano realizzati programmi caratterizzati da ritorni attesi interessanti.

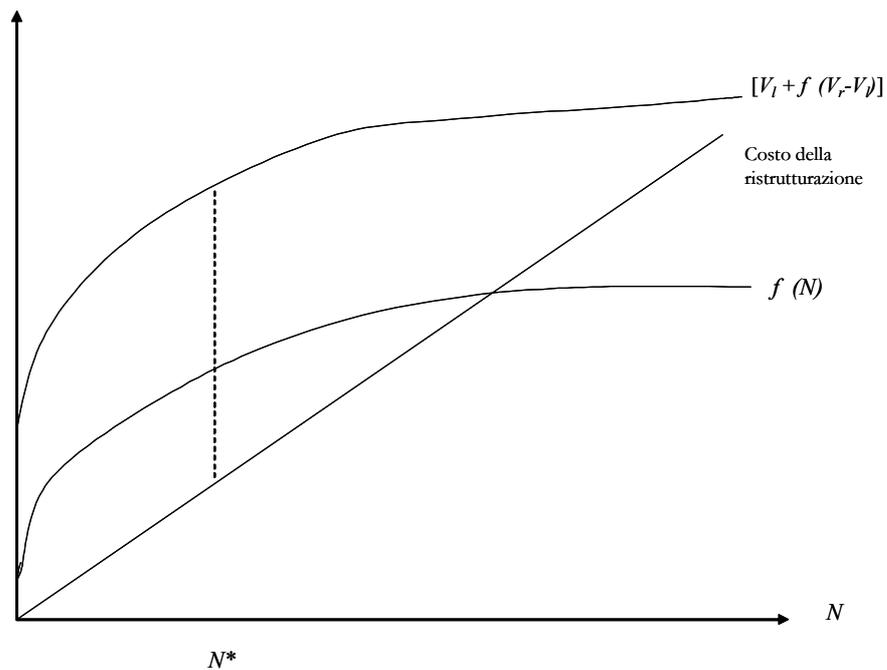
Considerando "N", ossia la quantità di nuova finanza da erogare, come la variabile del processo decisionale, la banca erogherà la quantità  $N^*$  di nuova finanza che massimizza la seguente espressione

$$(4) \quad \underset{N}{MAX} [V_l + \varphi (V_r - V_l) - N]$$

che, come già evidenziato, equivale a

$$(5) \quad \underset{N}{MAX} [V_l + \varphi (V_r - V_l) - N]$$

La funzione è massimizzata quando  $N$  è tale per cui la differenza tra il ricavo della ristrutturazione ed il costo della ristrutturazione è massima, il che si verifica quando il ricavo marginale, al crescere di  $N$ , è uguale al costo marginale. Graficamente ciò può così rappresentarsi:



La quantità ottimale di nuova finanza che la banca è disposta ad erogare nel piano di ristrutturazione è dunque funzione crescente della differenza tra valore dopo la ristrutturazione e valore di liquidazione.

#### IV. 3 La ristrutturazione del passivo esistente

Qualora la crisi sia stata giudicata recuperabile, e dunque un intervento di liquidazione sia ritenuto non necessario o non opportuno, o anche qualora, di fronte ad uno stato di “grave” difficoltà non siano ancora state formulate decisioni definitive, la banca è generalmente chiamata a modificare le condizioni del rapporto in essere con l’azienda finanziata, attraverso un intervento di ristrutturazione del debito, che generalmente non ha luogo in modo “isolato” tra l’azienda ed il singolo finanziatore ma in modo “concertato”, ossia collegialmente tra i creditori finanziari (o quelli che, di essi, abbiano deciso di supportare finanziariamente il rilancio) – da un lato – e l’azienda in crisi, dall’altro.

In presenza di un piano di *turnaround*, e dunque in tutti i casi in cui la crisi sia tale da richiedere misure di intervento di carattere radicale, l’accordo di ristrutturazione sarà contenuto in un più ampio “piano di salvataggio”, alla cui redazione concorreranno un soggetto industrialmente competente (per gli aspetti strategici) ed un *advisor* dotato di specifiche competenze e relazioni in ambito finanziario, e che generalmente avrà le caratteristiche della *merchant bank* o anche della *boutique finanziaria*<sup>101</sup>.

I piani di ristrutturazione del debito – basati su accordi stragiudiziali raggiunti tra le parti – si caratterizzano per essere assai poco standardizzabili ed, al contrario, fortemente ancorati alle specifiche situazioni, nelle soluzioni che propongono. In tutti i casi, però l’*advisor*

---

<sup>101</sup> Per “*boutique finanziaria*” si intende generalmente una struttura professionale che svolge attività di consulenza nel campo del *corporate finance*, e che si caratterizza per essere formata da professionisti di lungo corso che, con provenienze variegata, hanno maturato nel tempo una forte *expertise* e solide relazioni nell’ambiente bancario e finanziario, e dunque una “influenza” che permette loro di contribuire in misura significativa, attraverso l’attivazione delle opportune “convergenze”, al successo di operazioni in sé difficoltose, come i salvataggi di aziende la cui sopravvivenza è a rischio. Le *boutique* finanziarie, intese come società di consulenza, gestiscono poi frequentemente le attività di acquisizione di partecipazioni di *holding* finanziarie, costituite con l’apporto diretto di fondi da parte di soggetti dei quali i *professionals* che le formano hanno acquisito la fiducia. È il caso, ad esempio, sulla piazza milanese, di Tamburi & Associati, che gestisce la *holding* di partecipazioni Tamburi Investment Partners, quotata sulla Borsa di Milano.

incaricato<sup>102</sup> assume un ruolo critico di promozione del piano verso i soggetti interessati (i cui interessi in gioco sono talvolta ingenti) e di interfaccia comunicazionale tra l'azienda in crisi ed il variegato consesso delle controparti in gioco.

Nella definizione del piano di ristrutturazione, primo luogo è opportuno separare concettualmente i debiti di natura finanziaria da quelli di natura operativa, connessi alle forniture, ovvero alle prestazioni lavorative. La ristrutturazione del debito finanziario, che in larga parte coincide col debito bancario<sup>103</sup>, richiede che vengano considerate congiuntamente le posizioni di una pluralità di creditori, cui l'azienda è vincolata da contratti dotati di caratteristiche anche molto diverse (natura dei finanziamenti erogati, durata, garanzie, tipo di piano di ammortamento etc.) e a cui verrà proposta una soluzione che prevede generalmente una o più delle seguenti fattispecie:

- la postergazione delle scadenze, con la definizione convenzionale di un nuovo piano di rimborso. L'estensione temporale della durata dei finanziamenti è variabile, ma generalmente va dai tre agli otto anni; spesso il nuovo piano di ammortamento prevede che rate più contenute all'inizio del periodo di risanamento, e via via crescenti per i periodi per i quali è atteso un rafforzamento dell'azienda. Talvolta il nuovo piano di rimborso prevede un periodo di pre-ammortamento (in cui vengono corrisposti i soli interessi, rinviando al futuro il rimborso del capitale); nei casi "estremi" la stessa corresponsione degli interessi viene sospesa, e gli interessi stessi capitalizzati. Le banche chiedono generalmente, come contropartita del sacrificio, un rafforzamento, ove possibile delle garanzie prestate dal debitore. Il piano di rimborso può anche contenere un "piano di ristoro", che renda i creditori beneficiari di eventuali eccedenze di cassa che avessero a prodursi;

---

<sup>102</sup> L'incarico di *advisory* viene conferito dalle banche più esposte o, nei casi meno gravi, dalla stessa proprietà. L'*advisor* dovrebbe comunque godere della fiducia sia dei creditori che degli azionisti dell'azienda dissestata, e tenere una condotta il più possibile imparziale ed equilibrata nella conduzione delle trattative.

<sup>103</sup> Salvo che, ad esempio, l'azienda si finanzia in misura significativa attraverso prestiti obbligazionari.

- la rinuncia a parte dei crediti: è una soluzione che viene percorsa nei casi in cui si ritenga che un rientro totale dell'esposizione non sia compatibile con l'entità dei flussi di cassa che ci si attende saranno generati dall'azienda creditrice. Altre volte tale rinuncia si applica agli interessi, già maturati o ancora da maturare;
- la datio in solutum, cioè l'accettazione, in luogo del rimborso del capitale, del trasferimento della proprietà di un bene o di un altro diritto reale (in questo caso, occorre tenere presenti le possibili implicazioni sulla condizione di *par condicio creditorum*);
- in presenza di obbligazioni, la remissione del prestito in essere in cambio di titoli (ancora obbligazionari) di nuova emissione, che siano compatibili con la condizione dell'azienda;
- la sostituzione dei finanziamenti in essere con obbligazioni convertibili o cum warrant, per un importo anche parziale rispetto al valore originario del credito, che permettano ai creditori di trarre vantaggio dall'eventuale esito positivo del processo di risanamento e rilancio, attraverso la sottoscrizione di titoli azionari ad un prezzo vantaggioso rispetto al valore "post-salvataggio" dell'azienda. In questo modo, i creditori possono essere compensati del rischio sopportato nel sostenere l'azienda quando essa versava in condizioni critiche, sempre che la ristrutturazione giunga a buon fine;
- in alcuni casi, l'acquisizione di quote di *equity* da parte dei creditori finanziari non rappresenta una opzione per il futuro (come nell'ipotesi di cui al punto precedente) ma una scelta immediata: le banche rinunciano (in tutto o in parte) alle proprie posizioni di creditori per diventare azioniste dell'azienda, e dunque, in una certa

misura, “imprenditrici industriali”<sup>104</sup>. È una soluzione, questa, che viene adottata, il più delle volte, come *extrema ratio*, e cioè si profila l’alternativa di una procedura concorsuale, con prospettive di tempi di rientro estremamente lunghi e di quote di recupero delle posizioni molto limitate <sup>105</sup>. Di fronte a questo scenario, la banca accetta di modificare il patto cui l’azienda è vincolata nei suoi confronti nel modo più radicale possibile: vengono, infatti, ridefiniti gli stessi confini dei due principali gruppi di portatori di interessi, con i creditori che diventano, almeno in parte, azionisti. La stessa combinazione di rischio/rendimento atteso che caratterizza la nuova posizione delle banche aderenti si trasforma radicalmente, poiché le banche neo-azioniste si aspettano ora un maggior rendimento, sotto forma di dividendi ma soprattutto di *capital gains* (a seguito della crescita del valore economico del capitale della partecipata), a fronte di un rischio nettamente più elevato.

Criteri sensibilmente diversi valgono nella ristrutturazione del passivo di natura operativa. I fornitori, se gravemente insoddisfatti e sfiduciati sulle prospettive dell’azienda cliente, possono interrompere le forniture fino a paralizzare l’operatività aziendale. Ricorrendo a tale azione di “rappresaglia”, o semplicemente minacciandola, i fornitori sottolineano il loro potere contrattuale nel pretendere un piano di rientro delle rispettive posizioni che sia accettabile.

Generalmente, il trattamento che si riserva ai diversi fornitori è assai variegato, in funzione della forza, assoluta e relativa, di ciascuno. Ai fornitori più piccoli si offre generalmente lo stralcio delle posizioni pregresse ed il pagamento garantito per quelle future, mentre con i

---

<sup>104</sup> Cfr.: Fazio, A., “La partecipazione delle banche al capitale delle imprese”, in “Bancaria”, n. 7, 8/1993; Conti, V., Maccarinelli, M., Ratti, M., “La partecipazione delle banche al capitale delle imprese”, in “Banca, Impresa e Società”, n.1/1994.

<sup>105</sup> Si consideri altresì che dei 63 gruppi ammessi all’amministrazione straordinaria a partire dall’introduzione di detto istituto nel 1979, nel 1996 solo 20 risultavano essersi concluse. La durata media delle procedure chiuse variava dagli 8 ai 15 anni, mentre per quelle aperte la durata complessiva veniva prevista in 13 anni dallo studio di Masciandaro e Riolo (op. cit.).

fornitori più forti viene di solito concordato un piano di rientro sul pregresso chiedendo, ove possibile, credito per le future forniture.

#### IV. 4 Gli interventi di *asset restructuring* e l'affitto d'azienda

Gli interventi di ristrutturazione finanziaria non sempre agiscono esclusivamente sul lato passivo dello Stato Patrimoniale. Al contrario, il più delle volte essi agiscono tanto sul lato del passivo (o meglio delle fonti di finanziamento) quanto sul fronte degli impieghi, modificando radicalmente la struttura patrimoniale dell'azienda, per riportarla a condizioni sostenibili.

Assai frequentemente, nell'ottica di fare cassa in modo relativamente rapido e garantire ai creditori un incasso minimale, vengono dismessi *assets* non strumentali o comunque considerati non strategici rispetto al *core business* aziendale, sul quale si decide di far convergere le residue risorse umane e materiali dell'azienda. Così, la ristrutturazione del lato attivo dello Stato Patrimoniale prevede talvolta che vengano cedute partecipazioni<sup>106</sup>, o marchi, o rami d'azienda, o che tali rami d'azienda vengano concessi in affitto, generalmente nell'ottica di un periodo di "interregno" destinato a culminare nella cessione. La individuazione degli *assets* da dismettere, in modo immediato o graduale, è un passaggio assai critico della ristrutturazione, dal punto di vista industriale, poiché, agendo sotto la spinta di varie pressioni e timori, le scelte che vengono formulate sono spesso assai poco lungimiranti, e l'azienda finisce per privarsi di aree di *business* che invece potrebbero contribuire in modo sostanziale al rilancio aziendale. Su questo tema, dunque, è molto importante un adeguato contributo dell'*advisor* strategico e del *management*, onde evitare di falciare il potenziale competitivo dell'azienda, attraverso dismissioni che intaccano i suoi stessi "centri nevralgici".

A titolo di esempio di cessione di ramo d'azienda finalizzata al riequilibrio economico-patrimoniale, citiamo il caso di Diadora-Invicta S.p.A. che, pressata da una situazione di grave crisi di liquidità, cedette nel 2005 lo storico *brand* Invicta, con il relativo ramo

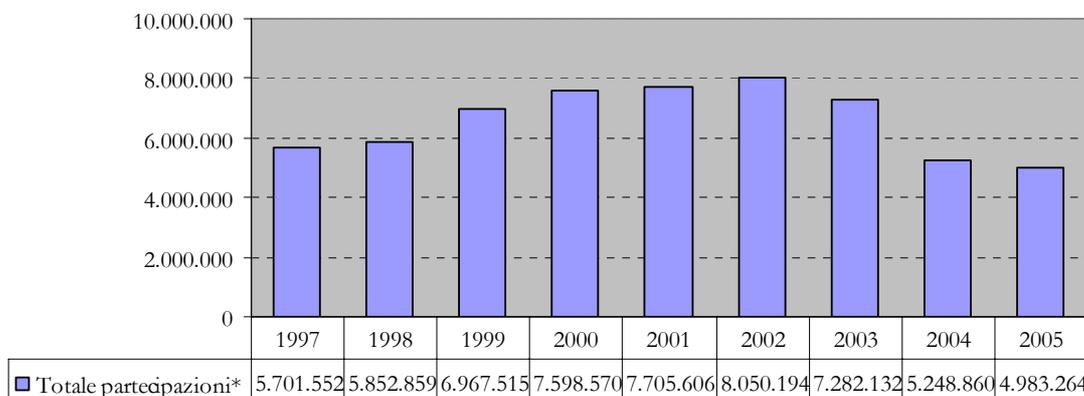
---

<sup>106</sup> È il caso, tra le altre, di Fiat, che nel corso del suo percorso di risanamento ha ceduto le controllate Fidis (servizi finanziari), la Toro Assicurazioni, Fiat Avio e Worknet S.p.A., attiva nei servizi di fornitura di lavoro interinale.

d'azienda, a Seven Industries S.p.A., mediante una procedura d'asta gestita da una nota società di consulenza direzionale, nell'ottica di concentrare lo sforzo di risanamento sui due brand residui, Diadora ed *Utility*. I proventi rivenienti dalla cessione furono integralmente destinati a soddisfare (parzialmente) le banche ceditrici. Diadora ad oggi non ha ancora ultimato il proprio processo di *turnaround*, nonostante il cambio di *management* e importanti misure di riorganizzazione. Probabilmente l'efficacia del risanamento è stata minata dall'alienazione di un *brand* che rappresentava, già all'epoca dell'alienazione, una *cash cow* sinergica rispetto al marchio principale, per placare l'aggressività delle banche che, nel medio/lungo termine, potrebbero ritrovarsi danneggiate da questa scelta che pure hanno sostenuto.

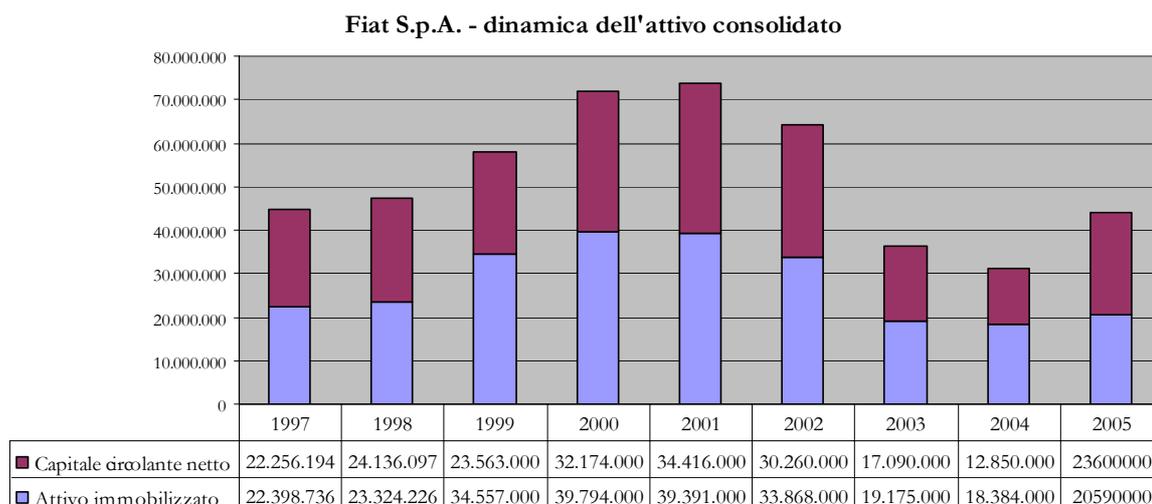
L'intervento sugli attivi ha come finalità la generazione di un ammontare di liquidità addizionale rispetto a quanto si prevede sarà prodotto dalla operatività corrente. Ciò con il duplice intento di attuare piani credibili di rientro dell'esposizione creditoria nei confronti dei soggetti aderenti al piano e di destinare tale liquidità al potenziamento delle aree di *business* su cui l'azienda si concentrerà a seguito della ristrutturazione. A titolo esemplificativo della tendenza ad "alleggerire" gli attivi, si osservi la dinamica delle partecipazioni in capo a Fiat S.p.A. negli anni a ridosso della crisi e in quelli successivi in cui essa si è palesata e nel *turnaround*:

**Fiat S.p.A. - totale partecipazioni**



Fonte: bilanci depositati; dati in Euro migliaia

Analoghe dinamiche hanno interessato l'attivo consolidato immobilizzato ed il capitale circolante netto (anch'esso consolidato) nello stesso arco temporale:



Fonte: bilanci depositati; dati in Euro migliaia

La crescita del capitale investito riscontrata in Fiat è peraltro coerente con i risultati <sup>107</sup> evidenziati da Paola Rossi nel suo citato articolo, frutto di una indagine su un campione piuttosto ampio di aziende interessate da fenomeni di crisi e susseguenti *turnaround*.

Pur non agendo sul lato passivo dello Stato Patrimoniale, detti interventi modificano sensibilmente la struttura patrimoniale, e dunque quella finanziaria, delle imprese oggetto di risanamento <sup>108</sup>, pur non essendo generalmente annoverati tra gli interventi di ristrutturazione finanziaria in senso stretto.

<sup>107</sup> Cfr: Rossi, P., op. cit.

<sup>108</sup> Venanzi, D, "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", in "Finanza, marketing e produzione", n. 4/1997

Le operazioni di *asset restructuring* possono raggrupparsi in tre categorie distinte, in funzione dell'intensità con cui "impattano" sulla struttura patrimoniale, finanziaria ed operativa dell'azienda oggetto dell'azione di risanamento.

Al primo livello si collocano dunque interventi relativamente blandi, che non hanno portata tale da stravolgere l'assetto finanziario, economico e patrimoniale dell'azienda. Si tratta di interventi di razionalizzazione delle combinazioni prodotti/mercati/tecnologia che caratterizzano l'azienda, generalmente condotti nell'ottica di migliorare la marginalità operativa (incrementando il fatturato e/o riducendo i costi) e ridurre il capitale circolante netto (onde limitare l'assorbimento di cassa connesso alla operatività corrente dell'azienda). Gli interventi di razionalizzazione possono svolgersi secondo percorsi alternativi e passare attraverso la riprogettazione del *layout* di produzione, della logistica distributiva, o la revisione della gamma produttiva, o il cambiamento delle politiche di dilazione ai clienti e dai fornitori (anche con il ricorso a nuovi fornitori). Si tratta di interventi che comunque generalmente manifestano i loro effetti in tempi non brevi.

Il secondo livello di interventi si concreta nella dismissione di cespiti patrimoniali. Si tratta di interventi più radicali rispetto a quelli di "primo livello" e che generalmente impattano sulla situazione patrimoniale dell'azienda in tempi relativamente brevi. Generalmente, interventi che si concretizzano in dismissioni investono innanzitutto beni di tipo non strumentale rispetto all'operatività aziendale (immobili, investimenti finanziari), per poi investire beni che hanno invece una funzione specifica nella gestione. In questo caso, ove la dismissione non sia accompagnata da cambiamenti dell'operatività (ad esempio con l'abbandono di linee di produzione, o con la esternalizzazione di parte del processo produttivo), si verifica talvolta la cessione di immobilizzazioni ad un soggetto finanziario

specializzato, con la contestuale loro ri-acquisizione in *leasing* (cosiddetto “*lease back*”); operazioni di questo tipo non alterano la sostanza della struttura patrimoniale e si risolvono in un mero *maquillage* contabile<sup>109</sup>, poiché l’azienda avrà comunque bisogno di trattenere il bene (o di sostituirlo con un altro analogo) alla scadenza del contratto di locazione finanziaria.

Il terzo livello raggruppa gli interventi di tipo più radicale, rientranti nell’ambito della finanza straordinaria. Questo tipo di operazioni si traducono in cambiamenti radicali della configurazione globale dell’impresa in termini di aree strategiche d’affari presidiate (direttamente o per il tramite di società partecipate) e si articolano nella cessione di rami d’azienda o di partecipazioni precedentemente considerate strategiche. È questo il caso della cessione, da parte di Parmalat, del marchio Mister Day (che ne ha segnato l’uscita dal comparto del *bakery*) o della Streglio maestri del cioccolato S.p.A. (marchio Streglio), o della dismissione di Toro Assicurazioni, Fidis e Worknet da parte del gruppo Fiat. Questo tipo di interventi si articolano nella cessione non di singoli beni, ma di complessi coordinati di risorse, contribuendo, da un lato, a generare liquidità utile al risanamento e, dall’altro, a cambiare le premesse della gestione futura dell’impresa, ridimensionando il campo di azione dell’azienda risananda per permettere la migliore focalizzazione di energie e risorse sui *business* rimasti in portafoglio. Estremamente delicata la individuazione dei *business* da cedere, poiché dismissioni frettolose e inaccurate possono danneggiare irreparabilmente il potenziale strategico dell’azienda.

---

<sup>109</sup> Peraltro, secondo le novità introdotte dallo IAS (*International Accounting Standards*) n. 17, il *leasing* finanziario va rappresentato nel bilancio dell’utilizzatore del bene in modo non dissimile da un acquisto di beni strumentali: nell’attivo andrà iscritto il valore del bene e nel passivo il debito verso la società di *leasing*, per lo stesso importo. Se minore, andrà iscritto nel passivo il valore attuale dei canoni dovuti per il futuro. In conto economico sarà rilevato il canone annualmente corrisposto (o comunque di competenza), distinguendo la quota di interessi dalla quota connessa al rimborso del capitale. Per le aziende che redigono il bilancio secondo gli IAS, dunque, operazioni di questo tipo non sono efficaci dal punto di vista del *window dressing* contabile.

Il percorso di *asset restructuring* non sempre si svolge in modo immediato, con la cessione degli *assets* o dei rami d'azienda che si intende estromettere dalla gestione. Nelle aziende in difficoltà, si è andata diffondendo la pratica di concedere in affitto a terzi aziende o rami di aziende colpiti dalla crisi. Nella maggior parte dei casi, l'intento finale resta quello di alienare l'azienda o il ramo d'azienda, passando attraverso un periodo di interregno che permetta all'azienda di salvaguardare i valori esistenti, ed all'affittuario di osservare in modo ravvicinato l'effettivo potenziale di risanamento che caratterizza l'azienda. Va però detto che, nella prassi aziendale, questo tipo di soluzione precede generalmente l'accesso ad una procedura concorsuale (o ha luogo all'interno di essa): in un contesto in cui l'azienda è ampiamente "decotta", si cerca di isolare e valorizzare quei nuclei cui si attribuisce un residuo di vitalità economica. Conservando il patrimonio di funzionamento dell'impresa, si permette lo sfruttamento del *know how* accumulato e in generale dei valori delle componenti immateriali del capitale aziendale, mentre l'assenza di coinvolgimento da parte dell'affittuaria nelle passività (e nelle vicende) pregresse le permette una notevole flessibilità ed autonomia nel ridisegnare le strategie aziendali. I vantaggi sono sintetizzabili come segue:

- la conservazione e la valorizzazione del patrimonio aziendale;
- l'assorbimento, almeno parziale, della forza lavoro;
- entrate straordinarie rappresentate dal canone di locazione;
- la prospettiva della cessione dell'attività;
- la correlata possibilità di cedere il magazzino a valori di funzionamento e non di realizzo fallimentare<sup>110</sup>.

L'affitto d'azienda è, in generale, il contratto mediante il quale un imprenditore, proprietario di un'azienda, ne cede ad un terzo il godimento, sulla base di determinate

---

<sup>110</sup> Danovi, A., op. cit.

pattuizioni. Un siffatto accordo determina, nella sostanza, la separazione tra la proprietà e la gestione dell'azienda. Il trasferimento, a differenza della cessione, ha carattere naturalmente temporaneo e reversibile, ed è quindi destinato a soddisfare esigenze transitorie, per culminare in un successivo e separato negozio giuridico (la cessione). L'affitto d'azienda è oggetto di specifica disciplina giuridica, contenuta negli articoli 2561 e 2562 del codice civile<sup>111</sup>.

Applicato alle situazioni di crisi grave, questo contratto viene stipulato con l'obiettivo di consentire una continuità aziendale, in un momento in cui la vecchia proprietà non è in grado, soprattutto finanziariamente, di consentire la prosecuzione dell'attività e non vi sono soggetti disponibili a prendere immediatamente in carico l'azienda, ovvero la cessione non è una strada percorribile in quanto soggetta a vari rischi (tipicamente rischi di revocatoria). Con l'affitto, l'azienda viene in qualche modo separata dal vecchio contesto, "isolata" e continuata in circostanze più agevoli (l'affittuario non è, infatti, responsabile dei debiti del locatore se non per quanto attiene ai rapporti di lavoro, poiché non viene meno, per i creditori, la garanzia rappresentata dall'azienda stessa), nella prospettiva di essere successivamente ceduta, ovvero, più raramente, rilanciata in capo alla vecchia proprietà.

Evidenti sono i vantaggi di questo schema contrattuale da parte dell'affittuario, il quale potrà contenere il *commitment* finanziario iniziale e soprattutto valutare in modo assai ravvicinato il proprio effettivo interesse a rilevare l'azienda, osservandone sul campo la residua vitalità economica. Il regolamento delle posizioni debitorie pregresse avverrà generalmente attraverso una procedura concorsuale. Lo stesso contratto di affitto d'azienda è peraltro esposto al rischio di revocatoria ordinaria o fallimentare, qualora gli organi della

---

<sup>111</sup> A norma del Codice Civile, l'affittuario ha il diritto-dovere di utilizzare l'azienda per la specifica funzione cui essa è destinata, mantenendola in efficienza e restituendola al termine del contratto nelle stesse condizioni in cui essa è stata ricevuta. Eventuali differenze vanno regolate attraverso un conguaglio monetario, da effettuarsi sulla base di un raffronto tra inventario iniziale e finale. Il locatore ha il divieto di esercitare attività in concorrenza con quella dell'azienda locata. Il locatario deve provvedere all'inventario, mantenere la ditta conservando così l'avviamento in capo al locatore, e pagare il canone. Tramite l'affitto d'azienda, l'affittuario diviene imprenditore, mentre il soggetto che affitta l'azienda (se è l'unica di cui è proprietario) perde la relativa qualifica.

procedura vi ravvisino un intento doloso nei confronti della massa dei creditori. Il contratto deve comunque fondarsi sui seguenti presupposti:

- corresponsione di un canone che sia congruo in relazione ai beni affittati;
- obbligo a mantenere l'efficienza delle strutture prese in locazione;
- assunzione del personale dell'azienda in crisi;
- garanzia delle capacità gestionali e patrimoniali del locatario;
- mantenimento della destinazione economica dell'impresa;
- subentro nelle licenze ed autorizzazioni;
- uso dei beni immateriali;
- subentro negli ordini acquisiti dai clienti<sup>112</sup>

Si è anche sostenuto, in dottrina, che qualora il contratto di affitto di azienda sia applicato ad aziende in crisi, esso debba presentare, in aggiunta a quanto sopra, alcune particolari clausole di salvaguardia, tra cui, ad esempio, l'impegno dell'affittuario a partecipare alla procedura di vendita, con rilascio di adeguate garanzie e la previsione di risoluzione automatica del contratto in caso di mancato pagamento anche di una sola rata di canone, che consegue dalla necessità che il contratto di affitto assolva la propria funzione primaria di fornire somme destinate al soddisfacimento dei creditori, il divieto di successione nel contratto e di subaffitto, la presenza di garanzie e/o depositi cauzionali<sup>113</sup>.

Da ultimo, ricordiamo che è consuetudine che, in caso di successivo acquisto, il canone sia computato a decurtazione del prezzo, in tutto o in parte.

Il canone di locazione corrisponde ad una percentuale ( $\alpha$ ) del valore dell'azienda ( $W$ ), generalmente inteso quale valore di funzionamento e non di liquidazione:

$$\text{canone} = \alpha W$$

---

<sup>112</sup> Cfr. Morone, A., Cirillo, A., "L'affitto come forma di gestione dell'azienda sociale" in "Le Società", n. 3/1993.

<sup>113</sup> Dimundo, F., Cristiani, E., "Affitto d'azienda e fallimento" in "Il Fallimento", n. 1/2003.

La percentuale dipende in primo luogo dalla redditività media del settore di appartenenza dell'impresa; inoltre la proprietà (o la procedura in sua vece) è disposta ad accettare un canone tanto più basso (o tendente a zero) quanto maggiore è l'effetto di deperimento conseguente all'abbandono del complesso aziendale, qualora l'inattività sia l'unica alternativa all'affitto. In pratica, l'affitto crea valore per la proprietà e per i creditori a condizione che:

$$\sum_{t=1}^n Wt_0 - Wt_n + S \alpha W > 0$$

dove  $Wt_0$  è il valore dell'azienda al tempo 0, mentre  $Wt_n$  è il valore atteso del complesso aziendale al termine di un periodo di n anni, nel caso, alternativo all'affitto, in cui lo stesso complesso non venga tenuto in uso.

Ne segue che  $\alpha$  è inversamente proporzionale al grado di deperibilità del complesso aziendale o del ramo d'azienda cui l'analisi si riferisce. In ogni caso, la pratica mostra che la volontà di conservare l'azienda è, in generale, comunque prevalente, e la determinazione del canone segue spesso logiche negoziali più che regole canoniche di stime del valore. Talvolta, il canone stesso è composto da una parte fissa ed una variabile in funzione dei risultati effettivamente conseguiti dall'affittuario.

#### IV.5 L'immissione di nuova finanza e la partecipazione al capitale di rischio

Il ricorso a nuova finanza rappresenta generalmente uno degli aspetti più delicati e conflittuali del percorso di risanamento. Come è immediato, l'erogazione di nuove risorse contrasta con l'obiettivo di fondo dei piani di ristrutturazione, che è quello di gestire nel modo più efficiente possibile delle posizioni di rischio; inoltre, i creditori, già pesantemente colpiti, sono comprensibilmente riluttanti a prestare "soccorso" all'azienda in crisi.

In ogni caso, non sono affatto sporadiche situazioni in cui l'unica possibile alternativa all'immissione di nuove risorse è la paralisi operativa dell'azienda e la successiva liquidazione, probabilmente attraverso lunghe procedure concorsuali. Così, i creditori, onde evitare di stralciare posizioni che possono essere ingenti, preferiscono supportare l'azienda per evitare di registrare perdite<sup>114</sup>.

L'immissione di nuove risorse può avvenire attraverso tre canali:

- la concessione di finanza "fresca"; per ovvi motivi, queste iniezioni di liquidità provengono generalmente dagli istituti più esposti;
- con interventi sul patrimonio netto nella forma dell'aumento di capitale, sottoscritto dagli azionisti o da nuovi soggetti e precisamente: le banche creditrici (anche, e assai frequentemente, attraverso la conversione dei crediti pregressi piuttosto che con l'immissione di mezzi freschi, per cui si rientra nella casistica di cui al capitolo IV.3), banche d'affari (talvolta la stessa *merchant bank* che si occupa della redazione del piano di ristrutturazione), fondi di *private equity* (generalmente fondi di

---

<sup>114</sup> Talvolta l'intento, più o meno consapevole, è quello di differire nel tempo una perdita ormai inevitabile, per evitare di subirne la responsabilità (specie se sussiste, da parte dei soggetti investiti del potere decisionale, la prospettiva di fuoriuscire dall'istituto di credito). In questi casi, l'erogazione di nuova finanza è evidentemente contraria all'obiettivo di preservare il patrimonio del soggetto finanziatore.

*turnaround* della tipologia descritta al capitolo terzo, specializzati in interventi in aziende *distressed*), soggetti industriali variamente interessati all'azienda in crisi (che, per il ruolo di "salvatori" che assumono, vengono spesso indicati quali "cavalieri bianchi");

- con strumenti "ibridi" di debito ed *equity*, come l'emissione di obbligazioni convertibili o "*cum warrant*".

L'erogazione di nuova finanza può consistere in nuovi finanziamenti a medio/lungo termine (generalmente in *pool* tra le banche che decidono di supportare la ristrutturazione dell'azienda in crisi) o anche nel solo ripristino delle linee di credito "autoliquidanti" a breve (sconti, anticipazioni su fatture), o ancora nel consolidamento di linee a breve in *loans* a medio/lungo termine<sup>115</sup>. La scelta di rinnovare le linee autoliquidanti, per quanto sia considerata conservativa, comporta comunque il rischio di un incremento dell'esposizione della banca, sia perché l'azienda potrebbe farne un uso più intenso che in passato, sia perché i clienti potrebbero ritardare i pagamenti, approfittando della situazione di difficoltà dell'azienda loro creditrice<sup>116</sup>. Un elemento da tenere in considerazione è che, nelle situazioni di difficoltà, l'incentivo da parte dei *manager* e/o della proprietà ad assumere comportamenti rischiosi aumenta. Risulta dunque cruciale l'introduzione di meccanismi che possano contribuire a prevenire situazioni di *moral hazard*: ad esempio la pattuizione di specifiche limitazioni sulla destinazione dei nuovi finanziamenti<sup>117</sup> nella forma di *covenants*<sup>118</sup>, cui seguiranno attività continuative di verifica ed adeguati interventi in caso di "sforamenti", la nomina di propri rappresentanti nel Consiglio di Amministrazione o di

---

<sup>115</sup> Come è accaduto, tra gli altri, nel caso della Fiat.

<sup>116</sup> Cfr: Rossi, P., op. cit.

<sup>117</sup> La nuova finanza deve essere destinata a finanziare gli investimenti necessari al recupero del valore aziendale, ovvero a sostenere un'espansione del circolante. Dovrebbe essere invece escluso che vada a ripagare il debito pregresso, cosa che peraltro esporrebbe l'azienda al rischio di revocatorie. Inoltre, la finanza necessaria al (parziale) soddisfacimento di "vecchie" ragioni di credito dovrebbe provenire dal programma di dismissioni, ove queste siano possibili.

<sup>118</sup> Di cui si è detto al primo paragrafo del presente capitolo.

nuovi dirigenti che godano della fiducia delle banche, fideiussioni personali da parte della proprietà a copertura dei crediti ristrutturati; sempre più frequentemente si ricorre anche al deposito in pegno presso il sistema bancario (generalmente presso la banca più esposta) delle azioni della società capogruppo di una operativa.

Molto spesso sono le stesse banche creditrici a spingere per l'ingresso nell'*equity* dell'azienda in crisi di soggetti terzi che, grazie a capacità manageriali e/o finanziarie, possono ricondurre l'azienda ad un percorso fisiologico di creazione di valore, evitando, o almeno limitando, il sacrificio delle loro posizioni di credito. Tali soggetti vengono di volta individuati tra soggetti finanziari (fondi di *turnaround*) e soggetti industriali o di estrazione industriale, che, oltre alla capacità finanziaria, possiedano competenze specifiche che possono permettere un rapido superamento dello stato di difficoltà, anche grazie a sinergie di varia natura con realtà già organizzate e ben funzionanti<sup>119</sup>. Altre volte l'avvicendamento nella proprietà ha luogo attraverso il subentro di *managers* dotati di consolidata esperienza specifica, che riescano a raccogliere capitali sufficienti a realizzare il *take-over*.

Ma quando l'azienda in crisi è significativamente esposta verso il sistema bancario, soluzione pressoché naturale è che siano le stesse banche a diventarne azioniste, fino ad assumerne il controllo quando la situazione di crisi si presenti grave e la vecchia proprietà si riveli inadeguata – in termini finanziari o di competenza – a guidare il rilancio. Va da sé che l'assunzione, immediata o differita<sup>120</sup>, di quote azionarie a prezzi che naturalmente

---

<sup>119</sup> Tipicamente, le sinergie di più immediato sfruttamento riguardano lo sfruttamento di una piattaforma commerciale e distributiva comune, la condivisione di tecnologie che generano vantaggio competitivo, l'accesso a canali di comunicazione precedentemente preclusi, fino a drastici interventi sull'organizzazione che prevedano la condivisione di intere funzioni o attività (specialmente le attività amministrative e quelle di supporto, meno frequenti sono questi interventi a livello di *line*).

<sup>120</sup> Nel caso di Fiat, ad esempio, la conversione del finanziamento "convertendo" ebbe luogo nel settembre 2005, ad oltre tre anni dalla concessione del finanziamento stesso, che peraltro era costituito dal consolidamento di linee a breve già in essere, e non dall'erogazione di nuova finanza.

riflettono lo stato “depresso” dell’azienda, permette alle banche di godere i frutti di un rilancio eventualmente giunto a buon fine, avendone altresì sopportato i rischi<sup>121</sup>.

In tutti i casi in cui, attraverso la rinuncia alle proprie ragioni di credito ovvero con l’immissione di nuova finanza, la banca “entra” nel capitale azionario, essa diventa in una certa misura imprenditrice, contribuendo a formare quelle decisioni che definiscono il destino dell’azienda, ad esempio attraverso l’inserimento nel C.d.A. di propri rappresentanti. Quando la quota della banca (o del *pool* di banche) è maggioritaria o comunque tale da permettere un’influenza dominante (ad esempio per effetto di accordi parasociali), è la stessa banca a decidere se debba esserci continuità nel *management*, o se lo stesso vada sostituito con nuove risorse, o se adottare soluzioni intermedie, con affiancamento di nuovi *managers* a parte dei vecchi.

La normativa emanata dalla Banca d’Italia sulla assunzione di partecipazioni in aziende che non siano di natura finanziaria o assicurativa o che comunque non abbiano una funzione strumentale all’attività della banca o del gruppo bancario prevede una serie di limitazioni orientate al contenimento dei rischi, e dunque alla stabilità del sistema.

Questi limiti sono diversificati, e via via meno stringenti, a seconda che si tratti di banche “ordinarie”, “abilitate” o “specializzate”. Per “banca abilitata” si intende quella che sia dotata di un patrimonio di vigilanza non inferiore a 1 miliardo di Euro, e che presenti una situazione patrimoniale pienamente soddisfacente. La banca “specializzata” è una banca abilitata che presenti, in più, una struttura del passivo costituita prevalentemente da raccolta a medio-lungo termine. Sono “ordinarie” tutte le altre banche. I limiti all’assunzione di partecipazioni non finanziarie sono riferiti sia al valore della singola partecipazione rispetto

---

<sup>121</sup> Come notoriamente è avvenuto ancora nel caso Fiat.

al patrimonio di vigilanza (limite di “concentrazione”), sia all’insieme delle partecipazioni (limite “complessivo”), sia alla quota di capitale acquisita nella partecipata (limite di “separatezza”). In generale, questi limiti sono così schematizzabili:

<b>Limiti di detenzione</b>			
	<b>Limite di concentrazione</b>	<b>Limite complessivo</b>	<b>Limite di “separatezza”</b>
<b>Banche ordinarie</b>	3% del patrimonio di vigilanza	15% del patrimonio di vigilanza	15% del patrimonio di vigilanza
<b>Banche abilitate</b>	6% del patrimonio di vigilanza	50% del patrimonio di vigilanza	15% del patrimonio di vigilanza
<b>Banche specializzate</b>	15% del patrimonio di vigilanza	60% del patrimonio di vigilanza	15% del patrimonio di vigilanza

Con un provvedimento del maggio 1998, la Banca d’Italia ha escluso l’applicabilità di tali limiti nei seguenti casi:

- partecipazioni acquisite per recupero crediti, in un’ottica di rientro della posizione attraverso la liquidazione dell’attivo. È necessario che l’acquisizione della partecipazione sia la soluzione più conveniente, e che essa risulti da apposita delibera del Consiglio di Amministrazione. Il superamento dei limiti di cui sopra richiede che la banca sia dotata di adeguate coperture patrimoniali;
- partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria, che siano finalizzate al riequilibrio dell’impresa stessa sulla base di un adeguato piano di ristrutturazione della debito, avallato da più istituti e dal quale appaia la natura temporanea della crisi. Per questo tipo di interventi è venuto altresì meno l’obbligo di verifica preventiva da parte della Banca d’Italia della sussistenza di requisiti per l’acquisizione di partecipazioni, sostituita da una comunicazione da parte della

banca capofila dopo che il piano sia stato approvato da tutte le banche interessate<sup>122</sup>.

Troppo spesso si è osservato come, nell'esperienza empirica, la scelta delle banche se entrare nel capitale delle imprese attraverso un *debt/equity swap* (ossia attraverso la conversione del debito in capitale azionario) sia legata a circostanze contingenti e valutazioni "spicciole" di opportunità più che ad una corretta valutazione strategica delle effettive potenzialità del *business* oggetto di detta decisione.<sup>123</sup>

La comprensibile riluttanza delle banche ad investire "al buio" (ossia nell'ignoranza dell'esito del processo di ristrutturazione) nell'*equity* di aziende in crisi che hanno già finanziato in passato può essere gestita emettendo a loro favore obbligazioni convertibili o *warrant*. Le obbligazioni convertibili sono strumenti finanziari ibridi di debito ed *equity*, che consentono di cumulare i vantaggi di entrambe le forme di finanziamento dell'attività aziendale. Il detentore ha infatti il diritto di percepire una remunerazione periodica (salvo il caso degli *zero coupon bonds*) ed il rimborso del capitale alla scadenza, come qualsiasi finanziatore a titolo di debito. A questi diritti si affianca la facoltà di convertire tali titoli di debito in azioni, entro un certo lasso di tempo, in luogo del normale rimborso<sup>124</sup>.

Quando i titoli dell'azienda sono quotati, l'emissione di *warrants* rappresenta un potente stimolo al *management* affinché il titolo torni a valori tali da rendere conveniente la conversione, onde trattenere in azienda i corrispondenti mezzi finanziari. Se questo

---

<sup>122</sup> Fonte: aggiornamento del 26 maggio 1998 alla circolare n. 4 del 29 marzo 1988, recante "Modifica della disciplina di vigilanza in materia di partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari"

<sup>123</sup> Intervistati dal team di Claudio Zara, gli esponenti di tre delle sei banche contattate hanno confermato che nessuna valutazione dell'investimento era stata compiuta a supporto della scelta ma che la decisione si era basata sui seguenti criteri: politiche di bilancio di breve periodo; tempo di uscita dall'investimento (alla luce dell'eventuale status di quotata della società); esigenza di fare al mercato segnali di rigore al mercato (evitando che si diffondesse la tendenza a ricorrere con facilità a questo genere di interventi). Cfr. Zara C., op. cit.

<sup>124</sup> Quatrario, B., "Le obbligazioni convertibili in azioni", in "Rivista dei dottori commercialisti", n. 2/1993

obiettivo non viene centrato, al mercato ritorna un messaggio assai negativo sull'andamento del processo di risanamento, con le conseguenti ricadute sull'immagine e la credibilità dell'azienda presso gli interlocutori.

Negli ultimi anni, la creatività delle istituzioni finanziarie ha prodotto strumenti finanziari "strutturati" che incontrano particolarmente le esigenze delle aziende in ristrutturazione.

Ricordiamo, a titolo meramente esemplificativo:

- i *puttable convertible bonds*, che contengono, oltre al diritto di conversione, l'opzione di rivendere il titolo all'emittente entro un certo arco di tempo;
- gli *extendible convertible bonds*, che attribuiscono al detentore la facoltà di estendere la durata dell'opzione;
- i *convertible bonds with knock out warrants*, che garantiscono un rendimento minimo qualora l'andamento del titolo non renda economicamente conveniente la conversione.

S'intende che l'acquisizione di partecipazioni industriali da parte delle banche in occasione di crisi aziendali è finalizzata a supportare il piano di ristrutturazione ed alla successiva *way-out* a risanamento compiuto. Investimenti di questo tipo dovrebbero avere una durata fisiologicamente superiore a 3-5 anni, che rappresentano il lasso di tempo entro il quale un risanamento può dirsi compiuto o definitivamente "fallito", con il conseguente tentativo di cessione o la liquidazione dell'attivo.

#### IV.6 Le altre operazioni di finanza straordinaria

Tra le altre operazioni di finanza straordinaria, rientrano le fusioni per incorporazione, e più in generale le operazioni di fusione ed acquisizione, e tutte quelle forme di intervento che alterino la struttura proprietaria dell'impresa. Le fusioni, nell'ambito del gruppo di controllo dell'impresa, hanno frequentemente luogo per razionalizzare e snellire la struttura di gruppo, attraverso l'eliminazione delle *subholding* "svuotate" dalle operazioni di dismissione, che vengono fuse nella *holding* capogruppo.

Per questa via, si giunge ad una semplificazione delle strutture di gruppo, ed alla eliminazione della duplicazione di alcune funzioni (direzione generale, organi di *staff*), con conseguenti risparmi sui costi.

Le operazioni sulla struttura proprietaria si osservano assai frequentemente nell'ambito dei processi di risanamento delle aziende in crisi. L'avvicendamento alla proprietà è spesso un indispensabile viatico del cambiamento, per l'ostilità al nuovo che spesso caratterizza l'assetto proprietario storico, come peraltro abbiamo già avuto modo di osservare ripetutamente. Quando la proprietà è rigidamente legata a visioni dimostratesi anacronistiche e superate, è impensabile un risanamento che non prenda l'avvio da un riassetto della proprietà.

Tra gli strumenti utilizzati per la soluzione di problemi connessi al *reengineering* della compagine proprietaria, rientrano gli interventi di *equity finance* a supporto dell'impresa, la cessione di quote sul mercato azionario, il *buy out*, specie nelle sue forme particolari del *family buy – out* e del *management buy out*.

Gli interventi di *equity finance* si sostanziano nella partecipazione al capitale di rischio da parte di soggetti istituzionali, comprese le *merchant banks*, di cui si è già detto. L'ingresso nel capitale da parte di tali soggetti può aver luogo rilevando le quote dei vecchi azionisti, a prezzi generalmente molto bassi, o addirittura simbolici, ovvero mediante la sottoscrizione

di un aumento di capitale, e in quest'ultimo caso produrrà anche l'effetto "collaterale" di un auspicabile rafforzamento patrimoniale della società.

Il *family buy out* rappresenta una "declinazione" particolare dell'operazione di *leveraged buy out*, utile soprattutto nei casi in cui la crisi – o anche solo il declino – siano originati da conflitti all'interno di una compagine societaria di tipo familiare. L'azienda viene di fatto rilevata da quei membri della famiglia che intendano proseguire, con rinnovato slancio, l'attività aziendale, con il supporto di uno o più soggetti finanziari disponibili a "leverage" l'operazione. In questo modo, la compagine societaria si riduce ma ritrova coesione intorno alle sorti dell'azienda risananda.

Analogo è lo schema per le operazioni di *management buy in*, che vedono come protagonisti, anziché membri della compagine proprietaria, *managers* esterni che ravvisino nell'azienda declinante (o in crisi) un potenziale di risanamento interessante e, riuscendo ad attirare all'iniziativa il capitale di cui essa necessita, la rivelino per avviare un *new deal* nella gestione della medesima.

Altre operazioni di finanza straordinaria che è dato osservare frequentemente nelle aziende in condizioni di difficoltà, rientrano nella categoria delle operazioni di *mergers and acquisitions*, e tra esse ricordiamo gli *spin off*, gli *split off*, le operazioni di *equity carve out*, le scissioni, i *buy-back* azionari<sup>125</sup> e che peraltro rientrano anche nella già citata categoria delle operazioni di *asset restructuring*.

Tutti gli interventi sopra citati sono accomunati dalla capacità di incidere in misura rilevante sull'assetto strategico e strutturale dell'impresa. Essenziale è il ruolo che, in essi, riveste

---

<sup>125</sup> Con il termine *spin-off*, si intende la separazione dall'azienda madre di una linea di *business*, alla quale viene attribuita autonomia giuridica e gestionale. Per *split-off* si intende invece la "frammentazione" della società originaria in una pluralità di rami d'azienda, a ciascuno dei quali corrisponderà un nuovo soggetto giuridico (scissione "multipla", detta anche "demerger"). L'*equity carve out* è una forma particolare di *spin-off*, posta in essere soprattutto nell'ottica di attirare nuovi capitali al *business* oggetto di detta operazione. I *buy back* azionari consistono nel riacquistare sul mercato azioni proprie, nei limiti posti dall'ordinamento giuridico, quando si ritenga che i corsi azionari siano eccessivamente depressi rispetto all'effettivo valore intrinseco del titolo. Cfr.: Capizzi, V., "Le attività e i servizi originati dalle ristrutturazioni e dai riassetti societari" in: Forestieri, G., "Corporate e investment banking", EGEA, 2003.

l'*advisor*, che promuove e “sponsorizza” le operazioni negli ambienti finanziari, occupandosi di gestire l'intero processo. Il rapporto tra l'azienda e l'*advisor* (tipicamente una banca d'affari o una “*boutique* finanziaria”), nasce con il conferimento di un incarico *ad hoc* (il cosiddetto “mandato”) e si sviluppa attraverso la ricerca di eventuali *partners*, la definizione della struttura dell'operazione (di volta in volta differente, trattandosi di operazioni non standardizzabili), la gestione degli aspetti negoziali, fino al perfezionamento del *deal* ed eventualmente alla gestione della fase post-contrattuale. Determinante per il buon esito del processo di riassetto societario è la scelta di un *advisor* adeguato all'obiettivo perseguito. Le principali caratteristiche che si ritiene qualificano positivamente un *advisor* sono le seguenti:

- capacità di *problem solving* e flessibilità operativa, stante il carattere non standardizzabile dell'attività svolta;
- reputazione, basata sul *track record* delle operazioni già concluse e sulla credibilità dei professionisti che vi operano;
- radicamento sul territorio e solidità delle relazioni ivi intessute; la capacità di attivare prontamente un *network* di relazioni privilegiate a sostegno dell'operazione con un'ampia schiera di professionisti e soggetti istituzionali può rivelarsi determinante ai fini dell'esito dell'operazione;
- competenze evolute, sia di tipo finanziario/analitico che di natura strategico/industriale.

Un caso di crisi d'impresa e successivo *turnaround* nel quale le operazioni di finanza straordinaria hanno avuto – sia positivamente che negativamente – un ruolo di primo piano è quello di Aprilia S.p.A., l'azienda di Noale che pure aveva conquistato un solido

posizionamento nella produzione di motocicli (in particolare nel segmento degli *scooters*, cavalcando l'onda di una tendenza diffusasi nel giro di pochi anni).

Le origini della crisi di questa azienda vengono unanimemente ricondotte ad una politica di acquisizioni rivelatasi, nel tempo, avventata. Nel 2000, una Aprilia che aveva già dato segni di qualche debolezza economica, ma restava matrimonialmente piuttosto solida, aveva portato a termine l'acquisizione di Moto Guzzi e Laverda (con un investimento di 130 miliardi di lire per la sola Moto Guzzi). Prezzi elevati, incapacità di gestione di tali *brand* (secondo molti semplicemente non sinergici rispetto al *business* preesistente di Aprilia che, precedentemente focalizzata sul mercato degli *scooter*, tentava l'incursione nel mercato delle motociclette di grossa cilindrata e per appassionati, caratterizzato da logiche competitive e tecnologie molto differenti), insufficienze distributive hanno appesantito Aprilia conducendola rapidamente ad una situazione di crisi da cui sarebbe uscita con una operazione di *acquisition* (a fine 2004) e successivo rilancio da parte della Piaggio & C. S.p.A., sotto la guida di Roberto Colaninno. Il rilancio di Aprilia da parte di Piaggio, avvenuto, tra l'altro, attraverso:

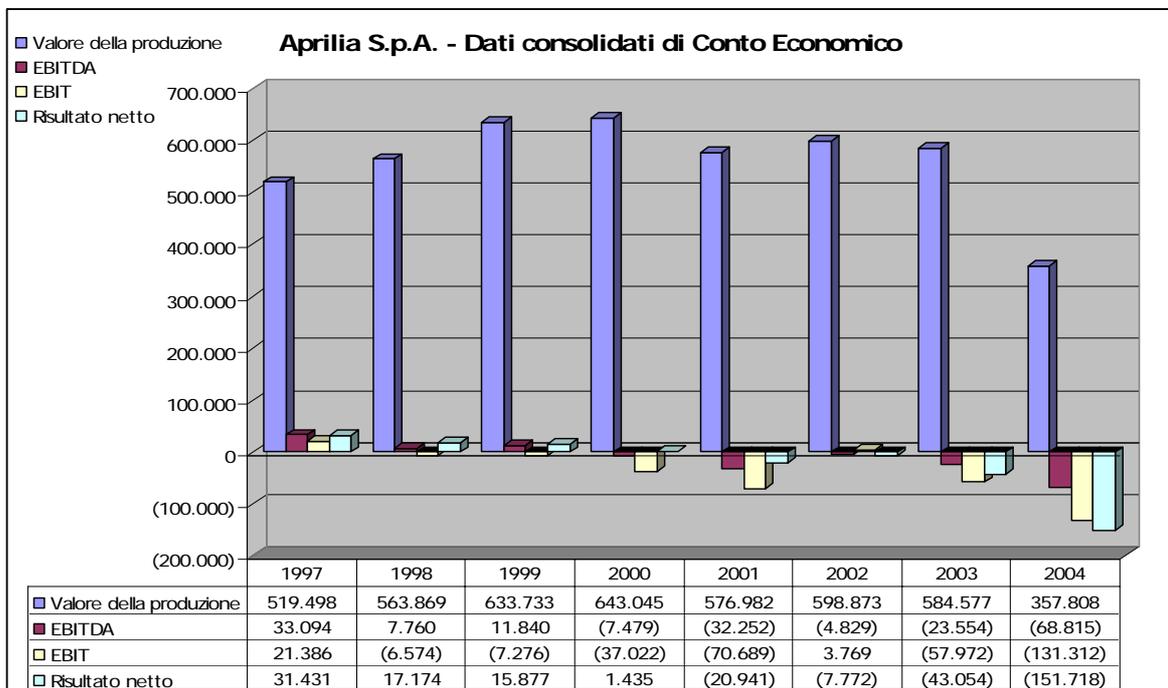
- politiche di contenimento dei costi di produzione sulla base della delocalizzazione in Paesi a basso costo della manodopera;
- politiche di "efficientamento" della rete distributiva;
- una adeguata ristrutturazione finanziaria sulla base di un piano di *turnaround*, supportato dalle banche creditrici anche attraverso una sostanziosa conversione di parte dei rispettivi crediti in *equity*.

Nel corso dello svolgimento del processo di *turnaround*, numerosi *rumors* di mercato si sono poi susseguiti su possibili ulteriori operazioni straordinarie orientate al risanamento, come la possibile cessione di Moto Guzzi e Moto Laverda. Per l'alienazione della prima, una trattativa con Ducati (che peraltro era stata precedentemente "in corsa" anche per

l'acquisizione dell'intera Aprilia) era stata condotta fino ad uno stadio alquanto avanzato, ma non è poi giunta a conclusione. Il percorso culminato di risanamento di Aprilia è poi culminato nella fusione per incorporazione (a fine 2005) della stessa società in Piaggio (della quale cui tutt'ora restano azioniste le banche, per piccole quote). *Advisors* congiunti furono di Piaggio nel percorso di risanamento di Aprilia furono la *merchant bank* Interbanca (Gruppo Antonveneta) e la *boutique* finanziaria milanese Caretti & Associati.

Oggi Piaggio è consolidato *leader* europeo nella costruzione e commercializzazione di veicoli motorizzati a due ruote, con un fatturato di oltre 1,6 miliardi di euro, una marginalità operativa superiore al 7% (nonostante il risanamento non abbia palesato in modo completo i suoi effetti) ed una solida situazione patrimoniale, avendo oltretutto evitato cessioni di marchi tese alla generazione di liquidità ed avendo trattenuto tutti i *brand* acquisiti con l'operazione Aprilia, ivi compreso Laverda, incorporato con l'omonima azienda. Piaggio è così, oggi, in grado di offrire una gamma completa di motocicli, presidiando sia il segmento dei veicoli da città, sia quello delle motociclette di alta gamma ed elevata cilindrata, destinate ad un pubblico di appassionati.

Di seguito evidenziamo attraverso grafici e tabelle, basati su dati di bilancio, il progressivo ma vistoso “deterioramento” delle condizioni economiche e patrimoniali del Gruppo Aprilia per come riflesso nei bilanci, prima della incorporazione in Piaggio S.p.A., avvenuta nell'autunno del 2005:



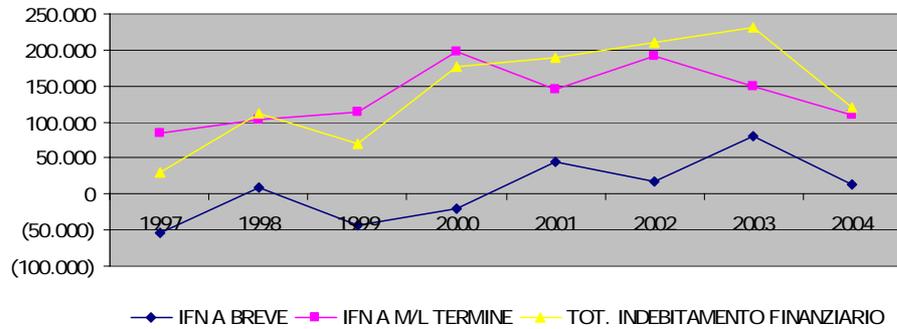
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Attivo immobilizzato netto	57.494	87.875	105.646	161.145	170.648	148.960	155.322	115.637
%	56,46%	47,86%	68,56%	59,21%	64,63%	52,01%	58,53%	71,45%
Capitale circolante netto	44.331	95.737	48.439	111.023	93.392	137.421	110.027	46.217
%	43,54%	52,14%	31,44%	40,79%	35,37%	47,99%	41,47%	28,55%
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>101.825</b>	<b>183.612</b>	<b>154.085</b>	<b>272.168</b>	<b>264.040</b>	<b>286.381</b>	<b>265.349</b>	<b>161.854</b>
Patrimonio netto	71.277	72.570	84.618	94.720	73.884	76.504	34.187	40.990
%	70,00%	39,52%	54,92%	34,80%	27,98%	26,71%	12,88%	25,33%
Posizione finanziaria netta	30.547	111.041	69.467	177.448	190.156	209.877	231.162	120.864
%	30,00%	60,48%	45,08%	65,20%	72,02%	73,29%	87,12%	74,67%
<b>TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>101.825</b>	<b>183.612</b>	<b>154.085</b>	<b>272.168</b>	<b>264.040</b>	<b>286.381</b>	<b>265.349</b>	<b>161.854</b>

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
debiti verso banche a breve	13.622	59.217	113	90.111	135.350	93.766	122.405	35.937
debiti verso banche a m/l termine	84.760	103.035	113.304	198.046	146.039	81.014	40.241	8.728
debiti v/altri finanziatori	8	17.181	287	7.370	111	78	394	14
debiti obbligazionari	0	0	0	0	0	110.942	110.000	100.000
(liquidità)	67.842	68.392	44.238	118.079	91.344	75.923	41.878	23.815
<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA</b>	<b>30.547</b>	<b>111.041</b>	<b>69.467</b>	<b>177.448</b>	<b>190.156</b>	<b>209.877</b>	<b>231.162</b>	<b>120.864</b>

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
IFN A BREVE	(54.212)	8.006	(43.837)	(20.598)	44.117	17.921	80.921	12.136
IFN A M/L TERMINE	84.760	103.035	113.304	198.046	146.039	191.956	150.241	108.728
<b>TOT. INDEBITAMENTO FINANZIARIO</b>	<b>30.547</b>	<b>111.041</b>	<b>69.467</b>	<b>177.448</b>	<b>190.156</b>	<b>209.877</b>	<b>231.162</b>	<b>120.864</b>

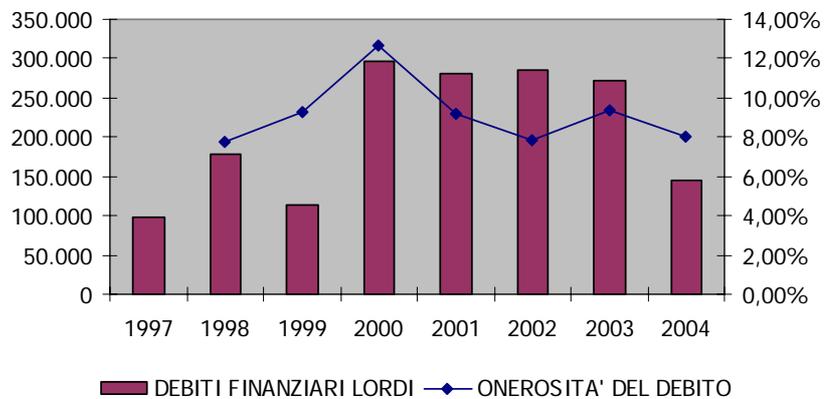
*Dati in Euro migliaia; fonte: bilanci consolidati depositati*

**Aprilia S.p.A. - andamento dell'indebitamento finanziario consolidato**



*Dati in Euro migliaia; fonte: bilanci consolidati depositati*

**Aprilia S.p.A. - indebitamento lordo ed onerosità del debito**



*Dati in Euro migliaia; fonte: bilanci consolidati depositati*

Si osserva una evoluzione coerente con quanto esposto sul piano teorico:

- crescita delle immobilizzazioni, nonché dell'attivo corrente e del Capitale Circolante Netto, a ridosso del palesarsi della crisi;

- incremento dell'indebitamento finanziario a breve, compensato peraltro da una anomala crescita della liquidità;
- riduzione progressiva della marginalità operativa, compensata nei primi anni dall'incremento partite non operative e/o non ricorrenti;
- elevata onerosità del debito, non giustificabile alla luce della sola dinamica macroeconomia del costo del denaro;
- elevato valore dei conti d'ordine (relativi a garanzie prestate da terzi ed operazioni su cambi).

Nel 2004, la riduzione dell'attivo immobilizzato e dell'attivo circolante è connessa soprattutto a svalutazioni operate in un'ottica di "pulizia di bilancio" finalizzata a segnare validamente il punto di partenza del processo di *turnaround*, nonché nell'ottica di determinare correttamente il valore dell'azienda ai fini dell'esecuzione dell'aumento di capitale e dell'esercizio della conversione in *equity* del debito bancario.

### **Alcune osservazioni conclusive**

Tanto dall'osservazione empirica quanto dall'analisi teorica emerge che tra le principali cause di insuccesso dei piani di ristrutturazione aziendale vi è l'eccessivo peso dato alla parte finanziaria, per l'urgenza imposta da scadenze non più differibili, a discapito di una adeguata analisi strategico-industriale che individui correttamente le radici della crisi e permetta di sostituire le scelte rivelatesi fallimentari con altre "virtuose".

In questo ambito, una posizione ferma dell'*advisor* nel pretendere una credibile analisi industriale, possibilmente attivando una collaborazione con società di consulenza strategica specializzate in situazione di crisi, potrebbe rappresentare un importante contributo a creare le giuste premesse affinché il piano si traduca in risultati tangibili e non resti un mero esercizio di tecnica contabile e finanziaria, come troppe volte è dato di osservare<sup>126</sup>.

Altro atteggiamento che si è rivelato poco produttivo nella definizione dei soggetti – amministratori e dirigenti – incaricati di guidare il *turnaround* è la ricerca a tutti i costi di un "capro espiatorio", con la estromissione acritica e preconcetta dell'imprenditore dalla gestione. Esclusi i casi in cui l'imprenditore abbia tenuto comportamenti fraudolenti o anche gravemente scorretti verso il sistema finanziario, la sua permanenza – sia pure con poteri ridimensionati – in azienda può essere una fonte preziosa di conoscenza ed esperienza specifica cui il nuovo *management* può attingere, a condizione, naturalmente, che non si riscontrino atteggiamenti di ostacolo al *new deal* aziendale.

Cruciale è la scelta del nuovo *management*: la fiducia del sistema finanziario non deve rappresentare, come spesso accade, l'unico criterio di "selezione", essendo determinante per il rilancio dell'azienda una comprovata capacità ed esperienza del settore specifico,

---

<sup>126</sup> L'assenza dell'analisi industriale è ancora più grave se si considera che, nel caso in cui venga richiesta l'immissione di nuova finanza, questa verrà calcolata sulla base di flussi di cassa prospettici in larga parte irrealistici, proprio perché scervi di una adeguata analisi della stessa operatività aziendale. Cfr. Zara, C., op. cit.

nonché la presenza di quelle doti di *leadership* che, in situazioni critiche, sono determinanti per creare nell'organizzazione la fiducia e la coesione necessarie alla motivazione ed all'impegno che uno sforzo di risanamento richiede.

Ove le prospettive di rilancio siano buone, soprattutto in relazione alla attrattività del settore, la banca dovrebbe evitare di irrigidirsi su posizioni di chiusura riguardo all'immissione in azienda di nuova finanza. Quel che è importante, è che vengano definite le destinazioni d'uso della nuova finanza, e che l'uso effettivo delle risorse sia periodicamente verificato, così come, in generale, il complessivo andamento del piano e la rispondenza dei risultati agli obiettivi, onde poter apportare gli interventi correttivi che si rendessero necessari.

Appare invece giustificabile il rifiuto di erogare nuova finanza successivamente alla firma dell'accordo, ove detta erogazione non fosse prevista all'interno di esso. Solitamente richieste di questo tenore vengono giustificate con l'esigenza di massimizzare la ripresa, o con mancati o ritardati introiti delle dismissioni. Ma, a meno che non si siano verificati mutamenti di circostanze non prevedibili al momento della stipula dell'accordo di ristrutturazione, tali ulteriori richieste sono il risultato di errori di pianificazione o di insufficiente perizia nel condurre il risanamento: circostanze di cui il *management* è responsabile ed a cui esso stesso deve porre rimedio.

Estremamente importante è la qualità del flusso informativo che viene attivato tra l'azienda e le banche che ne supportano il risanamento nel corso della implementazione del piano. Se la direzione assunta dall'azienda devia sensibilmente dai binari fissati dal piano, il *management* va convocato prontamente per fornire adeguate giustificazioni, in vista della

predisposizione di interventi correttivi, o di interventi difensivi a favore dei soggetti bancari coinvolti, primo tra tutti l'attivazione dei meccanismi di protezione previsti dai *covenants*, fino, ove necessario, ad aggredire il patrimonio di un debitore dimostratosi inattendibile in modo definitivo.

.



## APPENDICE

### LE FRAUDOLENZE NELLA CRISI D'IMPRESA: IL CASO PARMALAT

Nello studio della fenomenologia delle crisi d'impresa, una trattazione separata meritano quelle crisi che non sono ascrivibili a difficoltà di mercato, o a carenze colpose del *management*, o alle svariate combinazioni delle due che la realtà propone ma a fraudolenze gravi e ripetute, ovvero ad errori manageriali dettati non da inadeguatezza o leggerezza ma da vero e proprio dolo. Tra le crisi di questa natura, il caso Parmalat è di scuola.

Per l'azienda di Collecchio errori e fraudolenze di carattere non episodico ma sistemico, operati da una molteplicità di soggetti schermati da una patina di falsa credibilità, si sono sommati con devastante effetto sinergico, producendo quello che è unanimemente considerato come uno dei più grandi *crack* della storia.

Tratto peculiare della crisi Parmalat è il fitto reticolo di connivenze interne ed esterne, ed in particolare con il sistema finanziario, politico, economico, che ha posto, per molto tempo, al riparo dalle conseguenze di un agire dissennato un sistema aziendale la cui crisi affonda, come vedremo, le sue radici in tempi assai lontani da quelli in cui la crisi stessa si è clamorosamente manifestata.

Intorno a Parmalat è stato infatti costruito, nel tempo, un sistema di relazioni e di appoggi di proporzioni internazionali, finanche mondiali. La connivenza tra la Parmalat ed il solo sistema bancario italiano, difatti, non avrebbe potuto verosimilmente consentire al Gruppo di Collecchio di raggiungere un'esposizione – divenuta successivamente un “buco” - di oltre 14 miliardi di Euro. Ed è dunque in questo intricato sistema di relazioni – oltre che all'interno dell'azienda - che va cercata la genesi di questa colossale truffa finanziaria.

Alle origini del dissesto di Parmalat vi è infatti una evidente quanto singolare convergenza di molteplici distorsioni di varia natura. Da un lato, una mente imprenditoriale “deviata”, dall'altro la complicità del sistema finanziario; sullo sfondo, l'indispensabile rete del supporto politico e del sistema economico, con il necessario *network* di consulenti, specie in materia giuridica, che consentisse di dissimulare adeguatamente le fraudolenze.

## Genesi e storia recente del Gruppo Parmalat

La Parmalat nasce come azienda familiare, e precisamente come evoluzione della “Tanzi Calisto e Figli”, fondata dal nonno dell'ex patron del Gruppo, ed attiva nella produzione di conserve a base di pomodoro e salumi. A seguito di vicende familiari alterne, l'azienda viene scissa in due rami: il ramo salumi viene assegnato a Calisto Tanzi, la parte conserve ad altro ramo della famiglia.

Nel 1961 Tanzi decide di entrare nel *business* lattiero-caseario, ed allo scopo fonda, con la sorella Anna Maria, la Dietelat, che dall'anno successivo cambia denominazione in Parmalat. L'azienda sperimenta una rapida crescita (con tassi di incremento del fatturato intorno al 10% annuo nel primo decennio) ed una buona redditività, grazie soprattutto all'introduzione delle tecnologie svedesi di pastorizzazione del latte ed alla prossimità dello stabilimento TetraPack di Modena.

Nel 1971 la gamma di produzione viene estesa allo yogurt. Pochi anni dopo, hanno avvio i primi contatti con l'America Latina, con la costituzione di una *joint venture*, destinata appunto alla produzione di yogurt.

Nell'arco degli anni '70 la Parmalat acquisisce una crescente visibilità sul mercato, grazie ad una strategia di comunicazione aggressiva quanto insolita per un produttore di latte. È l'epoca delle sponsorizzazioni di eventi sportivi di grande risonanza mediatica (Coppa del Mondo di sci, Formula Uno, baseball, pallavolo, per finire col calcio).

All'inizio degli anni '80, in Parmalat si decide di recuperare un'antica tradizione familiare, quella delle conserve di Pomodoro, con il lancio di Pomì, che per alcuni anni contribuisce significativamente al successo di mercato – nonché alle marginalità economico-finanziarie – dell'azienda.

Tra il 1983 ed il 1984 Parmalat avvia una ulteriore diversificazione nei prodotti da forno, con il marchio MisterDay; tale iniziativa si rivelerà, successivamente, come il primo grave errore strategico di Tanzi.

Attraverso questo percorso di crescita, prevalentemente per linee esterne, Parmalat raggiunge nel 1994 un fatturato di oltre 630 miliardi di Lire. L'indebitamento finanziario mostra, già in quegli anni, i primi preoccupanti segni di una crescita che sarebbe stata, in seguito, vorticoso e patologica. L'indebitamento finanziario “palese”, infatti, ammonta, nel 1982, a 30 miliardi, ma balzerà a 100 già

nell' '84: ma, già per quell'anno, R&S (la società di analisi dei bilanci di Mediobanca) stimava l'effettiva posizione finanziaria netta della Parmalat in 160 miliardi di lire, con un occultamento, attraverso stratagemmi contabili, delle passività finanziarie di circa Lit. 60 miliardi.

Tra il 1985 ed il 1986, tuttavia, la Parmalat prosegue la sua espansione, con l'apertura di due nuovi stabilimenti italiani, di cui uno a Nusco (Avellino), destinato ai prodotti da forno, e l'altro ad Atella (PZ). Nel 1985 il sistema bancario mostra i primi segni di irrigidimento verso l'azienda, l'*empasse* si sblocca poi con l'erogazione di 10 miliardi da parte da parte del Banco di Napoli. Nel 1986 la Parmalat subisce pesantemente l'impatto del disastro nucleare di Chernobyl, con le conseguenti minacce di contaminazione degli alimenti e del latte: il calo del fatturato (secondo le dichiarazioni della Società) è nell'ordine del 20%.

All'anno successivo risale la nomina di Fausto Tonna, proveniente dalle fila impiegatizie, a Direttore Amministrativo del Gruppo. La situazione di tensione finanziaria comincia a palesarsi. Il consolidato 1986 mostra debiti finanziari a breve per 50 miliardi (a fronte di un fatturato di 1.200 miliardi, di un utile netto di 10 miliardi e di un *cash flow* pari a 50 miliardi) ma la posizione finanziaria netta viene ricalcolata da R&S in 247 miliardi; 36 miliardi di lire di garanzie prestate a terzi compaiono, inoltre, "sotto la linea", cioè tra i conti d'ordine<sup>127</sup>.

Agli anni '80, anni di incalzanti diversificazioni per il Gruppo, risalgono pure le avventurose incursioni della famiglia Tanzi nel settore dei media, del tutto estraneo alla tradizione familiare ed alle competenze storiche, e della televisione in particolare, attraverso una finanziaria all'uopo costituita, la Fincom. Dopo il fallimento di una lunga (e fumosa) trattativa per l'acquisizione di Retequattro da Fininvest, viene lanciata Odeon TV, *network* televisivo nazionale composto di più reti locali<sup>128</sup>.

Negli anni seguenti, Parmalat prosegue nella sua linea di espansione mediante acquisizioni, condotte spesso in assenza di motivazioni industriali comprensibili e frequentemente sorrette da giustificazioni di carattere più prettamente politico che strategico, come sarebbe poi emerso in sede

---

<sup>127</sup> Altro tratto tipico delle società in "pre-crisi", come abbiamo già osservato, è il dilatarsi delle partite cosiddette "sotto la linea", ossia registrate nei conti d'ordine.

<sup>128</sup> L'esperimento si concluderà poi negativamente, terminando in un concordato preventivo attraverso una lunga successione di operazioni straordinarie.

giudiziaria. L'acquisizione, ad esempio, della Margherita Yogurt, società costituita con i fondi della legge per l'Imprenditoria Giovanile, è stata indicata da Tanzi, nel corso degli interrogatori, come effettuata in seguito ad una raccomandazione politica, non sussistendo alcuna valida motivazione industriale. Analoga motivazione ha fornito lo stesso Tanzi per l'acquisizione della Cipro Sicilia, società produttrice di succo d'arancia.

Nel 1989 si palesano importanti carenze di cassa: viene organizzato un finanziamento in *pool*, cui il solo San Paolo partecipa per 20 miliardi di lire, affiancato dalla Cassa di Risparmio di Roma, dal Banco di Napoli e dal Monte dei Paschi di Siena. Dagli interrogatori post *default* è poi emerso come per questo finanziamento i normali canali decisionali delle banche partecipanti fossero stati notevolmente abbreviati, e come lo stesso tasso applicato fosse assai vantaggioso rispetto ai normali tassi di mercato, risultando inferiore al *prime rate* di ben 150 *basis points*.

La politica di acquisizioni di Parmalat conosce in quegli stessi anni una forte accelerazione, riconducibile alle trattative condotte – fino ad uno stadio avanzato - nel 1988 per la cessione del gruppo alla multinazionale Kraft. L'interruzione di questa trattativa è probabilmente il *trigger event* dell' "impennata" delle acquisizioni, probabilmente orientata a fronteggiare il timore di ritorsioni da parte del colosso alimentare.

Precedentemente dichiarata non necessaria alla crescita del Gruppo, l'ipotesi della quotazione viene rapidamente riconsiderata, e si concretizza rapidamente.

Infatti è del 1989 l'approdo di Parmalat sbarca in Borsa, attraverso una quotazione indiretta<sup>129</sup> compiuta per il tramite della Finanziaria CentroNord, società finanziaria fiorentina costituita nel 1972. All'epoca della quotazione di Parmalat, la maggioranza di Finanziaria CentroNord (FCN) faceva capo alla Fidifin, a sua volta riconducibile al finanziere Giuseppe Gennari.

La quotazione ha avuto luogo<sup>130</sup> attraverso i seguenti passaggi:

---

<sup>129</sup> Ricordiamo che, ai tempi della quotazione Parmalat, gli obblighi informativi verso il mercato erano assai meno stringenti nell'ipotesi di quotazione indiretta che in quella "canonica" del *listing* diretto e palese.

<sup>130</sup> Secondo quanto ricostruito da Capolino, Massaro e Panerai in "Parmalat, la grande truffa", Class Editori

- nel settembre 1989, Tanzi rileva dalla Fidifin il 51% di Finanziaria CentroNord (FCN). In cambio la Fidifin ottenne il 20% della Coloniale, la *holding* della famiglia Tanzi costituita due anni prima.
- FCN acquista da Tanzi un 20% della Parmalat a circa 89 miliardi, ossia a 22.250 lire per azione. Acquista anche un'opzione su Tanzi a rilevare un ulteriore 35,4% di Parmalat, ad un prezzo di 283,2 miliardi, ossia 40.000 Lire per azione, con un forte premio di maggioranza.
- I fondi per finanziare l'esercizio dell'opzione *call* sulla maggioranza di Parmalat sarebbero stati acquisiti attraverso un maxi aumento di capitale da 300 miliardi, di cui la metà destinata ad essere sottoscritta dalla Coloniale (trattandosi per Tanzi di una partita di giro, visti gli incassi per la cessione della propria quota in Parmalat a FCN) e l'altra metà richiesti al mercato, con il supporto di Centrofinanziaria in Italia e di Morgan Stanley all'estero.

A questo punto, però, il sodalizio con Centrofinanziaria si interrompe<sup>131</sup>. A portare a termine con successo la ricapitalizzazione è infatti Banca Akros di Gianmario Roveraro<sup>132</sup>, dopo l'acquisizione, da parte di questa, del 5% FCN. All'estero l'operazione viene trasformata da collocamento pubblico in *private placement* e si conclude alla fine del settembre 1990 con il collocamento dell'intero aumento di capitale deliberato.

Nell'ottobre successivo, FCN cambia denominazione in Parmalat Finanziaria. La nuova Parmalat Finanziaria controlla il 70% della Parmalat S.p.A, con un costo 682 miliardi.

Attraverso l'aumento di capitale si prevedeva di riuscire ad annullare l'indebitamento finanziario nel giro di 3 anni, come dichiarato dalla relazione al bilancio dello stesso esercizio. Ma tanto, come è noto, non ebbe poi a verificarsi.

---

<sup>131</sup> Fidifin di Gennari fu poi protagonista di un crack da 550 miliardi di lire; Gennari fu condannato, nel 1997, a quattro anni di reclusione per bancarotta fraudolenta, truffa aggravata e falso in bilancio, al termine di un processo celebrato con rito abbreviato.

<sup>132</sup> Gianmario Roveraro è stato rapito ed ucciso, con modalità efferate, nell'estate 2006. Il delitto non risulta tuttavia avere alcuna relazione con le vicende di Parmalat.

### **Parmalat e lo “shopping”**

Malgrado i propositi di riduzione del debito e ristrutturazione dell'azienda, la gestione di Tanzi post-quotazione andò esattamente nella direzione opposta, con l'avvio di una campagna di acquisizioni estremamente aggressiva.

Nel 1992 Parmalat acquisisce il 30% di Giglio Finanziaria di Partecipazioni, *holding* della cooperativa Giglio gruppo lattiero caseario italiano, cui facevano capo molte Centrali del latte del centro-nord Italia. L'operazione si chiude con un investimento di 23,4 miliardi di lire, e segna il superamento dello storico steccato tra i grandi gruppi alimentari ed il mondo delle cooperative. Nello stesso anno Parmalat conclude l'acquisizione della Centrale del latte di Lucana latte. La campagna acquisitiva prosegue anche nelle americhe, con il *take over* di Gogo in Brasile, di Vascongada in Argentina e di Farm Best e Milk Maid negli USA.

Stesso percorso viene ripetuto nel 1993, con l'acquisizione di Centro latte Bivisio e Guadalupi di Brindisi, della Fejrtej in Ungheria, della portoghese Ucal, delle brasiliane Sodilac e Lacera (e successivamente della Spam, Sociedade productora de alimentos Manhuacu), della uruguayana Lacteria, della Ripoll argentina e delle statunitensi Atlanta Diaries e White Knight. L'espansione di Parmalat sembra non conoscere confini di sorta, e si caratterizza per una successione di interventi talmente rapida da rendere improbabile una verifica accurata dell'opportunità strategica di ognuna delle acquisizioni condotte.

Nel 1993 Tanzi annuncia un nuovo, inatteso, aumento di capitale, dopo meno di due anni dal precedente, per ben 427 miliardi di Lire, di cui la metà richiesti al mercato. Motivazione dichiarata dell'aumento di capitale era il finanziamento di ulteriori programmi di sviluppo, per vie interne e mediante nuove acquisizioni. Invece, poco più della metà dell'importo totale servì ad acquisire un ulteriore 21,4% del capitale della Parmalat S.p.A. (dalla Coloniale, la cassaforte di famiglia di Tanzi, che in questo modo incassava 230 miliardi circa), allo scopo di portare fino al 99,2% la quota di controllo posseduta dalla Parmalat Finanziaria. Fonti ufficiali di Parmalat Finanziaria indicavano come motivazione dell'operazione l'esigenza di sanare un “elemento anomalo e poco gradito da

parte degli analisti”, ossia il fatto che il 22% di Parmalat S.p.A. facesse capo ad un soggetto diverso da Parmalat Finanziaria. Per i Tanzi era tuttavia una partita di giro, in quanto da un lato incassavano con Coloniale, e dall’altro acquisivano una quota corrispondente nell’aumento di capitale di Parmalat Finanziaria.

Aderirono all’aumento di capitale tutti i soci di allora: Akros, Schroder investment management, Atair Servizi Finanziari, Primegest, Arca, Montedison (attraverso Eridania Béghin-Say).

Nel 1994 vengono investiti 147 miliardi, di cui 76 per acquisizioni. La politica acquisitiva era stata orientata ad accrescere la presenza nei Paesi in via di sviluppo, evitando quelli industrializzati, con la sola eccezione degli USA, dove infatti si svolgeranno i capitoli più sanguinosi della storia del Gruppo.

A fine 1994, il direttore generale Barili annuncia con soddisfazione che il fatturato del Gruppo era decuplicato in dieci anni a: da 360 a 3.600 miliardi di Lire.

Tra il 1994 ed il 1995 Parmalat venne alla ribalta dei giornali finanziari per le continue emissioni obbligazionarie, per lo più collocate attraverso Chase Manhattan Bank (oggi JP Morgan Chase). Parmalat era accuratamente servita – e contesa - da grandi e piccoli nomi della finanza mondiale.

È nel 1995 che Tanzi decide di tentare l’assalto al mercato americano con il latte UHT, scoperta recente per i consumatori statunitensi. L’obiettivo dichiarato era di convertire il 10% del mercato americano del latte (stimato in 46 mila miliardi di lire) all’ UHT: ma in breve a Collecchio nessuno parlò più di quell’obiettivo. Tra il 1994 ed il 1995 il contributo degli USA al fatturato passò dal 4,4% a poco meno del 6%, un risultato distante dall’esplosione che era stata prospettata.

Anche nel 1995 la campagna acquisitiva nei Paesi in via di sviluppo continuava, nel mirino di Tanzi erano finite, in particolare, aziende venezuelane, ungheresi, portoghesi, brasiliane: alla fine dell’anno ben 142 miliardi di lire erano stati spesi in acquisizioni. Anche il 1996 si apriva all’insegna dell’espansione “forsennata” con l’acquisizione, tra le altre, della Lactis di Bergamo e della brasiliana Laticinos Betania.

Quale la coerenza strategica e quali i risultati industriali di questa politica acquisitiva che aveva portato l'indebitamento finanziario consolidato, nel 1996, a 2.500 miliardi di lire, falsamente compensati dalla liquidità di 736 miliardi, poi risultata fittizia? Scarni, almeno all'apparenza.

La mole degli investimenti nei Paesi in via di sviluppo era, inevitabilmente, lievitata, mentre in Europa Parmalat non aveva raggiunto la massa critica necessaria a competere con le grandi multinazionali. Le strategie di penetrazione commerciale negli USA non avevano avuto successo, ed anche in Italia la concorrenza dei prodotti a basso costo e l'affermazione del canale degli *hard discount* aveva eroso i margini. Ma l'orientamento strategico di Tanzi rimaneva ostinatamente immutato: crescere, e crescere attraverso acquisizioni. Con una inspiegabile tensione a fare lievitare il fatturato e senza alcuna attenzione alla generazione di valore nelle aziende rilevate (né alla integrazione tra di esse).

Nel 1997 Parmalat chiese al mercato circa 1200 miliardi di lire in pochi mesi, sotto forma di *bond* (200 miliardi), *guaranteed preference shares* (azioni preferenziali che danno diritto ad un dividendo agganciato all'andamento del Libor, con un *put* a favore degli investitori, che hanno facoltà di chiedere il rimborso del titolo dopo 20 anni) per 600 miliardi ed obbligazioni convertibili rivolte agli investitori istituzionali per 400 miliardi. Obiettivo dichiarato di questa massiccia iniezione di cassa: rifinanziare l'indebitamento a m/l termine per ridurre l'onerosità e fronteggiare eventuali ulteriori esigenze di sviluppo. Tanzi ha, in sede processuale, nel corso di una pubblica deposizione, il 7 marzo 2006, negato di essere a conoscenza che i destinatari finali della maggior parte delle emissioni fossero i piccoli risparmiatori.

### **Parmalat e lo sport**

Dopo alcune sponsorizzazioni nel mondo della Formula 1, nel 1990 Tanzi entra direttamente nello sport nazionale, il calcio, con l'acquisizione del pacchetto di maggioranza (92%) di Parma Calcio. L'acquisizione ebbe luogo in concomitanza con la promozione della squadra in serie A. Per massimizzare il ritorno di mercato del suo investimento, Tanzi ingaggiò due famosi campioni, il portiere brasiliano Taffarel e l'attaccante svedese Brolin, come *testimonial*. L'esperienza sportiva

ebbe i suoi picchi negli anni tra il '93 ed il '98. Tanzi sfruttò al massimo il potenziale del calcio come porta d'accesso di importanti relazioni industriali e finanziarie.

Intanto i bilanci del *business* sportivo, guidato da Giorgio Pedraneschi, mostravano risultati invidiabili: l'unica squadra in Italia a rispettare il rapporto di 3 ad 1 tra ricavi ed indebitamento – stabilito dalla Covisoc per poter comprare e vendere sul mercato – è il Parma. Nel 1997 il ventisettenne figlio di Calisto Tanzi, Stefano, assume la presidenza del Parma Calcio mentre Luca Baraldi, proveniente dalla Direzione Generale della Banca del Monte di Parma, viene nominato direttore generale.

Dietro la facciata bonaria ma vincente di una solida società di provincia, il Parma Calcio nascondeva realtà molto meno lusinghiere. Il rapporto redatto, dopo il *default*, da Pwc su incarico di Bondi ha mostrato che il Parma Calcio drenava buona parte della liquidità raccolta dalle *holding* olandesi e caymanesi con emissioni obbligazionarie: il Parma Calcio incassava liquidità ma non la registrava, limitandosi a contabilizzare cessioni di crediti (fittizi) che, secondo un meccanismo consolidato nel Gruppo e che meglio vedremo di seguito, trovavano la loro collocazione finale nella discarica Bonlat.

Gli stessi investimenti della Parmalat nel calcio brasiliano sarebbero serviti principalmente per drenare denaro all'estero, questo secondo quanto ricostruito in sede giudiziaria successivamente al *crack*.

### **Parmalat e Cirio, Tanzi e Cagnotti**

Altro capitolo dolente della storia di Parmalat è riconducibile ai rapporti con la Cirio ed il suo patron Sergio Cagnotti.

Tanzi e Cagnotti erano stati nel 1997 concorrenti per l'acquisizione della Centrale del Latte di Roma, che Cagnotti si aggiudicò per 106 miliardi di lire.

Ma soltanto due anni dopo i debiti di Cagnotti avevano raggiunto livelli insostenibili, sicché Cagnotti cedette a Parmalat l'intero business del latte (ossia il 100% di Eurolat), per una cifra di 765 miliardi di lire (334,5 miliardi di lire più l'indebitamento). Per finanziare questa operazione,

Collecchio dovette deliberare l'ennesimo aumento di capitale, per 300 miliardi di lire, a servizio di uno o più prestiti obbligazionari convertibili. Regista dell'operazione, che permise a Cagnotti di realizzare una plusvalenza di circa 300 miliardi, fu Banca di Roma.

Ma l'*antitrust* guidata allora da Tesouro si oppose alla concentrazione (conseguente all'operazione Eurolat) di tanti marchi del settore lattario sotto l'ombrello Parmalat. Fu stabilito che per ottenere l'approvazione dell'*Authority* all'acquisizione, Tanzi avrebbe dovuto cedere 4 stabilimenti produttivi e sei dei dodici marchi regionali rilevati con Eurolat: Polenghi, Matese, Giglio, Torreimperia, Sole e Calabrialatte, che originavano 290 dei 1200 miliardi di fatturato ceduti con Eurolat. A nulla valse il ricorso al Tar del Lazio: Tanzi dovette accettare le prescrizioni dell'autorità garante.

In quegli anni Cirio e Parmalat si avvalevano dei medesimi revisori: Deloitte & Touche e Grant Thornton, ma soprattutto avevano in comune la banca di riferimento, Banca di Roma. Secondo le dichiarazioni rese da Tanzi alla magistratura nel gennaio 2004, e secondo innumerevoli pareri esterni più o meno indipendenti, Eurolat venne acquisita ad un prezzo di molto superiore al valore. Stante la forte esposizione di Capitalia verso Cirio, la logica risiederebbe nel tentativo di trasferire parte dei debiti su un gruppo considerato più affidabile (effetto che si sommava all'afflusso di mezzi freschi in Cirio, il che avrebbe dovuto sostenerne la solvibilità sui debiti restanti)<sup>133</sup>.

Sotto interrogatorio, Tonna ha confermato la versione di Tanzi, ossia di aver ricevuto pressioni da Capitalia per la conclusione dell'operazione Eurolat. 150 milioni di Euro dei debiti (ossia circa 300 miliardi dei 360 ceduti con Eurolat) trasferiti a Parmalat sarebbero stati infatti verso Capitalia.

---

<sup>133</sup> E' peraltro emerso nel rapporto redatto da PwC a seguito del *crack* ed in relazione all'incarico ricevuto da Bondi un misterioso intreccio tra le due società, legato ad un pagamento di 64 miliardi di lire eseguito da Parmalat in favore di Bombril-Cirio international SA (ex Cagnotti & Partners Lussemburgo) a fronte di un accordo di non concorrenza nel settore lattiero a carico di Cirio ed a tutela di Parmalat. Ma l'accordo originario per la cessione di Eurolat prevedeva già un patto di non concorrenza senza compenso specifico. L'operazione si inquadra, secondo i magistrati, in una serie di manovre operate da Cagnotti, di fronte all'imminente dissesto del Gruppo Cirio, per drenare liquidità dalle controllate operative alla capogruppo (clamorosa la vendita per contanti di Cirio a Bombril da parte di C&P, ed il riacquisto della stessa a credito).

### **Parmalat e gli artifici contabili**

Secondo quanto ricostruito a *crack* avvenuto, i problemi finanziari di Parmalat sarebbero iniziati già nel 1998-99, cioè negli anni in cui l'andamento negativo delle società latino americane cominciava ad appesantire i conti di gruppo. Secondo le dichiarazioni di Tonna, in sede processuale, a quell'epoca la famiglia Tanzi aveva già drenato circa 500 miliardi di lire, che si sommavano alle perdite operative provenienti dalle società acquisite.

Per rappresentare all'esterno una situazione diversa da quella reale, vennero inventate le cosiddette discariche contabili, che avrebbero assolto la duplice funzione di abbellire i bilanci e di coprire le distrazioni operate dai Tanzi ai danni del gruppo alimentare.

In realtà i bilanci di Parmalat presentavano, quanto alla posizione finanziaria, una evidente anomalia: la costante crescita, anno per anno, dell'indebitamento da un lato, e della liquidità dall'altro. L'anomalia veniva giustificata con un'affermazione che avrebbe dovuto suonare poco credibile agli addetti ai lavori, ma che probabilmente veniva attribuita ad un approccio familiare – e dunque prudente ed a suo modo oculato, per quanto poco corretto tecnicamente – alla gestione dell'azienda. La realtà, come è noto, era drammaticamente diversa.

La liquidità, di fatto, era inesistente, oppure consisteva di partite inesigibili.

Di seguito riportiamo i principali dati relativi all'indebitamento finanziario di Parmalat, a partire dal 1989, anno del primo consolidamento dei bilanci, secondo la ricostruzione di R&S, la società di analisi dei bilanci di Mediobanca:

Anno	Debiti finanziari lordi	Liquidità	Posizione finanziaria netta	Liquidità/debiti lordi
1989	269,99	6,95	263,05	2,57%
1990	204,51	61,95	142,56	30,29%
1991	249,14	40,22	208,92	16,14%
1992	342	98,95	243,05	28,93%
1993	635,35	160,59	474,76	25,28%
1994	928,32	334,26	594,06	36,01%
1995	1062,99	394,48	668,51	37,11%
1996	1309,5	763,81	545,69	58,33%
1997	2559,3	1467,06	1092,24	57,32%
1998	4527,18	1839,48	2687,7	40,63%
1999	5520,22	2255,47	3264,75	40,86%
2000	6001,47	2702,66	3298,81	45,03%
2001	5914,26	2924,42	2989,84	49,45%
2002	6340,15	3363,56	2976,59	53,05%
<i>Dati in € milioni</i>				

Come è evidente, già a partire dal 1990 la liquidità iscritta in bilancio comincia a diventare molto alta in rapporto ai debiti: da quell'anno in poi la cassa supererà sempre il 25% dell'indebitamento finanziario, con la sola eccezione del 1991. Ma è a partire dal 1996, con l'aggravarsi delle condizioni economiche delle società sud-americane, che il rapporto liquidità/IFN raggiunge soglie vistosamente anomale, superando sistematicamente il 40% ed avvicinandosi più volte al livello del 60%.

La possibilità di esporre in bilancio una liquidità rivelatasi poi totalmente fittizia, inesistente, è legata al meccanismo delle cosiddette scariche o lavatrici contabili. Già dalla fine degli anni '80, e per quasi tutto l'arco degli anni '90, le società Zilpa e Curcastle, entrambe localizzate nelle Antille Olandesi, accettavano i trasferimenti di crediti inesigibili da parte delle società industriali del gruppo. Successivamente sono state abbandonate come cosiddette scariche contabili, ma hanno continuato ad essere utilizzate quali collettori di flussi occulti di denaro relativi ad operazioni poste in essere da altre società del gruppo.

Secondo quanto dichiarato da Tonna in sede processuale, Bonlat, la più attiva e più nota scarica del Gruppo, venne costituita – nel 1998 – per dar seguito ad un suggerimento della società di revisione Grant Thornton. Questa, di fronte alla prospettiva della normale rotazione dell'incarico di

revisione, aveva fatto notare come l'anomalia delle società Zilpa e Curcastle, utilizzate ormai da tempo per scaricare le perdite di gruppo, sarebbe stata presto notata dal nuovo revisore, che certamente non avrebbe rilasciato la certificazione. Per evitare tanto, Grant Thornton propose a Tonna di trasferire tutte le posizioni anomale su una nuova società all'uopo costituita, la Bonlat appunto, e di attribuire alla stessa Grant Thornton il relativo incarico di certificazione.

Bonlat, domiciliata alle Cayman Islands, entrò in attività nel 1999, dopo essere stata costituita dalla Caribbean Management, braccio locale di Grant Thornton, presso la quale fu, peraltro, fissato il suo domicilio per circa tre anni.

La Bonlat, appena costituita, riprese le attività di "pulizia di Gruppo" delle discariche che l'avevano preceduta. Secondo quanto dichiarato da Tonna in sede processuale, in Bonlat venivano affogate le ingenti perdite delle Società sudamericane, parte dei costi di struttura di Parmalat, nonché le distrazioni di fondi operate a beneficio della famiglia Tanzi, anche per finanziare l'incursione nel settore del turismo.

Sempre secondo le dichiarazioni di Tonna, nel solo 1998 sarebbero stati erogati circa 500 miliardi per finanziare il business turistico, senza che le società beneficiarie venissero segnalate in bilancio come parti correlate, quantunque la circostanza del controllo da parte della famiglia Tanzi fosse palese. I crediti originati da questi finanziamenti venivano ceduti alla Bonlat, e infine la partita si chiudeva con false attestazioni di pagamenti mai realmente avvenuti sui conti della Società presso la Bank of America.

L'attivo di Bonlat consisteva infatti essenzialmente di liquidità, totalmente inesistente, se non nella falsa documentazione prodotta da quella che è stata poi apostrofata come la "banda dei falsari" di Collecchio. Gli estratti conto fasulli venivano prodotti "artigianalmente" attraverso *scanner* e strumentazione analoga. Anche i crediti derivanti dalle vendite di latte a Cuba erano pura fantasia finanziaria. Nell'operare, gli uomini di Collecchio contavano naturalmente sulla superficialità dei controlli che sarebbero poi stati eseguiti dai revisori.

Altra operazione di *restlying* contabile era stata eseguita attraverso la cessione di marchi e tecnologie a due società della cui stessa reale esistenza Tonna si disse incerto, Boston Holding e Findairy. Ad esempio, il marchio Santal era stato oggetto di un contratto di cessione tra Bonlat e

Boston Holdings, pur non essendo mai stato di proprietà della stessa Bonlat. Le vendite avvenivano per cifre molto consistenti. I crediti fittizi venivano poi rappresentati come incassati dalle discariche, ed il tutto si chiudeva con false attestazioni di incasso.

In relazione ai fabbisogni finanziari, veniva costruito il finto attivo di Bonlat, che veniva poi finanziato con varie modalità, tra le quali le *promissory notes*, ovvero cambiali finanziarie.

Oltre che come discarica, Bonlat serviva da canale per drenare liquidità, prevalentemente a favore delle società Sudamericane in crisi. Solo tra il 1997 ed il 2002, Parmalat Finance Corporation (PFC, con sede in Olanda), e Parmalat Capital Finance (PCF, con sede alle Cayman) avrebbero raccolto sul mercato, secondo quanto ricostruito nel rapporto di PWC, 6 miliardi di Euro. Di questa cassa, è stata ricostruita la destinazione finale solo per il 70%, e risulta che la maggior parte dei fondi siano finiti alle società sudamericane. Formalmente, però, la cassa veniva erogata a Bonlat, i cui debiti erano dunque in costante ascesa (fino a 7 miliardi alla fine del 2002).

Secondo quanto dichiarato da Del Soldato, la famiglia Tanzi era perfettamente al corrente dei meccanismi di falsificazione, così come i principali *manager* del Gruppo, che sarebbero stati supportati, in qualità di suggeritori esterni delle operazioni di finanza creativa, dalle grandi banche internazionali.

### **La crisi si delinea all'orizzonte**

Intanto la situazione contabile della società viaggiava rapidamente verso il dissesto, nonostante la crescita del fatturato.

La semestrale a giugno del 2002 registrava, a fronte di ricavi in crescita, 17,5 milioni di Euro di perdita netta, contro i -6,8 del primo semestre 2001, e debiti per 448,6 milioni di Euro, contro i 300,7 dell'esercizio precedente. Lo stesso margine operativo netto era negativo per 18 milioni di Euro, mentre il risultato operativo crollava a -91,5 milioni.

A dispetto di tutto ciò, nel novembre 2002, Parmalat ottiene il *rating* da Standard & Poor's, la più prestigiosa agenzia mondiale, sulle proprie emissioni obbligazionarie. Il giudizio era BBB-<sup>134</sup> per il debito a lungo termine e di A3 per quello a breve, ossia il più basso gradino dell'*investment grade*, ma si può supporre che in Parmalat la notizia dell'attribuzione di questo giudizio non dovette essere accolta con delusione. L'agenzia internazionale indicava, per il futuro, prospettive stabili. Evidentemente qualcosa era sfuggito all'attenzione degli analisti.

Quello stesso anno, il 2002, si era aperto all'insegna di una aggressiva campagna di raccolta di fondi, a dispetto dei brillanti risultati dichiarati dagli ultimi bilanci<sup>135</sup>.

A metà aprile venne infatti lanciato, attraverso la controllata lussemburghese Parmalat Soparfi e con garanzia subordinata di Parmalat S.p.A., un *bond* trentennale convertibile per 306 milioni di Euro, ma il mercato mostrò di non gradire la mossa. Alla notizia, il titolo cedette quasi il 6%. Il fine dichiarato era di rifinanziare l'indebitamento esistente, allungandone la *duration* e riducendo gli oneri finanziari complessivi. Ma l'anomalia di un indebitamento che cresceva a fronte della forte generazione di cassa dichiarata dai bilanci cominciava a palesarsi. Sicché alcune banche internazionali (Bnp-Paribas, Société Générale) rividero al ribasso il loro giudizio sul titolo.

La raccolta di fondi conobbe un momento di *empasse* a causa della deflagrazione della bolla speculativa nelle borse di tutto il mondo. Così, nel settembre 2002, Parmalat si vide costretta a ritirare, rinviandola "a tempi migliori" l'ennesima emissione obbligazionaria. Ma l'esigenza di far cassa rimaneva pressante, con un *bond* da 400 milioni in scadenza a dicembre. Il 21 ottobre, Parmalat "tamponò" la situazione lanciando un *mini bond* da 150 milioni, a due anni, col quale si offriva ai piccoli risparmiatori ciò che essi chiedevano, viste la recente bufera: una scadenza ravvicinata. A novembre seguì un'emissione destinata al mercato istituzionale, che riscosse un

---

<sup>134</sup> Il Sole 24 Ore, 15-11-2002

<sup>135</sup> Nel 2002 il fatturato consolidato "apparente" era stato di 7,7 miliardi di €, quello attribuito dal revisore PriceWaterhouseCoopers, incaricato da Bondi di verificare l'attendibilità dei conti, allo stesso esercizio è di 6,2 miliardi: in altre parole, anche considerando i falsi, il Gruppo di Collecchio era diventato 10 volte più grande in 13 anni.

grande successo: con l'esercizio della *greenshoe*, l'offerta iniziale di 175 milioni venne elevata a 246,7 milioni<sup>136</sup>.

Risulta stupefacente, forse più di ogni altro aspetto, l'apparente miopia – o, meglio, cecità – degli addetti ai lavori: gli analisti di mercato. Dei 24 studi emessi da istituzioni finanziarie di primo piano tra il 23 aprile 2002 ed il 17 dicembre 2003 (all'alba dell'esplosione del *crack*), soltanto uno, emesso da Morgan Stanley a fine 2002 e firmato da Joanna Speed e Nic Sochovsky, si concludeva con una raccomandazione di vendita (*sell*). Questi due analisti osservavano l'anomalia di un indebitamento che continuava a crescere a dispetto dell'enorme liquidità disponibile, senza che i vantaggi di carattere fiscale cui si faceva riferimento per spiegare questa scelta di finanziamento fossero compiutamente illustrati, ed osservavano la scarsa trasparenza dello Stato Patrimoniale del bilancio Parmalat.

A dieci giorni dall'ingresso nel Mib30, avvenuto il 30 gennaio 2003<sup>137</sup>, il titolo Parmalat scivolò ai minimi dal luglio 1996, rompendo la soglia di resistenza del 2 euro. Intanto, pur smentite dalla società, circolavano indiscrezioni sulle caratteristiche di un nuovo *bond* all'orizzonte, che vennero finalmente chiarite da una nota ufficiale: importo di 350 milioni estensibili a 500, rendimento intorno al 7,75%. L'emissione aveva l'esclusivo scopo di ripagare il debito esistente, precisava la nota.

Ma il mercato rimase ostile a questa emissione, difficilmente spiegabile stante l'ingente liquidità del Gruppo, che a settembre 2002 aveva dichiarato 5,3 milioni di indebitamento finanziario lordo e 3,35 di liquidità. I *rumors* avversi si moltiplicarono ed il titolo conobbe un crollo a fine febbraio, fino ad essere sospeso per eccesso di ribasso.

---

<sup>136</sup> Il sole 24 Ore, 15-11-2002

<sup>137</sup> Il sole 24 Ore, 31-1-2003

Il 6 marzo, il presidente di Assogestioni Guido Cammarano, scriveva una lettera a Tanzi<sup>138</sup>, inviata per conoscenza anche ai vertici di Consob e Borsa, lamentando la persistente carenza di comunicazione da parte dei vertici. Il 25 marzo Tonna si dimise dalla carica di direttore finanziario del Gruppo, e gli subentrò Alberto Ferraris<sup>139</sup>, già responsabile di Parmalat Australia ed ex dirigente Citigroup. Nella stessa circostanza, venne ufficializzata la nomina di Luciano Del Soldato a direttore generale dell'amministrazione e del controllo di gestione. Per il 10 aprile venne fissato un incontro in Borsa Italiana, con lo scopo di rassicurare il mercato, fornendo informazioni atte a colmare il deficit di comunicazione lamentato. L'incontro raggiunse il suo scopo: il titolo reagì positivamente alla notizia che la società non avrebbe fatto ricorso, nel breve periodo, a nuove emissioni obbligazionarie (ve ne erano già 15 sul mercato), né avrebbe emesso i *bond* riacquistati senza comunicarlo al mercato. Ferraris mostrò di voler innovare le *policy* di gestione della società, fronteggiando gli impegni finanziari con l' «enorme ammontare di *cash* e *securities*» a disposizione piuttosto che con ulteriori emissioni di titoli. Sarebbe poi accaduto altro: durante l'estate Ferraris avrebbe organizzato tre nuove operazioni, nell'intento di ridare ossigeno alle asfittiche casse del gruppo.

Il 18 giugno il quotidiano finanziario Milano Finanza annunciava l'emissione di un nuovo prestito obbligazionario da 300 milioni di Euro, collocato da Morgan Stanley. Non si trattava di un'emissione pubblica, bensì di un collocamento privato ad un solo investitore istituzionale, Nextra (la s.g.r. del Gruppo Intesa), effettuato a condizioni apparentemente vantaggiose (Euribor + 350 *basis points*). Nextra ottenne una serie di *covenant* da Collecchio, che prevedevano l'aumento del tasso al peggiorare di un indicatore di *performance* dell'azienda. Al terzo peggioramento di questo indicatore, scattava la clausola di rivendita a Parmalat al valore nominale. Per garantirsi sulla solidità del debitore, Nextra aveva chiesto ed ottenuto una lettera di Standard & Poor's in cui si ribadiva la solidità del debitore al livello di *investment grade* BBB-.

---

<sup>138</sup> Il sole 24 Ore, 26-3-2003

<sup>139</sup> Risulta, tuttavia, che Tonna abbia continuato a svolgere le sue funzioni decisionali, pur da un gradino più alto del Gruppo, la Coloniale, la cassaforte della famiglia Tanzi che controllava Parmalat Finanziaria.

Di fatto, lo *spread* incassato da Nextra sarebbe dovuto essere più alto degli apparenti 305 punti: Morgan Stanley aveva infatti acquistato al nominale tutta l'emissione, per poi rivenderla a Nextra a 98,026. La differenza che venne "aggiustata" da un contratto *swap* fittizio <...che in realtà mascherava un finanziamento a Parmalat che serviva a pagare a Nextra la differenza tra 100 e 98,026. Condizioni di mercato, comunque, lontane da quelle descritte dal rating BBB- di S&P's, ma più vicine al <*mondo high yield*>, come si legge in alcune mail sequestrate dalla Guardia di Finanza, circostanza che corrobora la convinzione, diffusasi dopo il *crack*, che "tutti sapessero e tutti avessero fatto finta di non sapere"<sup>140</sup>.

L'estate 2003 fu segnata da continue oscillazioni del titolo, sulla scia di notizie tali da alimentare crescente perplessità e confusione sul reale stato della società.

Il 7 luglio un articolo di La Repubblica riprese un'analisi di AbaxBank in cui, confrontando i dati di bilancio con quelli consultabili dai terminali dell'agenzia Bloomberg, emergeva che l'esposizione complessiva del Gruppo era di 7 miliardi di Euro, dunque nettamente maggiore di quella dichiarata in bilancio, pari a 5,9 milioni di Euro. Il 10 luglio una nota della società spiegava che le differenze erano legate a politiche di riacquisto delle emissioni obbligazionarie, nonché a scelte di contabilizzazione (che, per quanto presentate come ragionevoli, apparirebbero prive di senso economico ad uno studente di ragioneria: veniva contabilizzata solo la parte del debito "maturata" al momento della chiusura di bilancio). Da quel momento, però, Consob avrebbe imposto a Parmalat di prendere ufficialmente posizione su ogni notizia rilevante che fosse circolata sul mercato.

Intanto, incredibilmente, lo "*shopping*"<sup>141</sup> all'estero proseguiva: il 23 luglio veniva annunciato un accordo per acquisire gli *asset* in Sud Africa della divisione formaggi della Unilever Bestfoods Robert South Africa per 7,5 milioni di Euro.

---

<sup>140</sup> Come peraltro argomentato dal Gup dal Gup Cesare Sacconi. Fonte: Il sole 24 ore, 26-1-2005

<sup>141</sup> Come è stato poi osservato da più parti, la forsennata politica acquisitiva di Parmalat non è stata la causa della crisi ma, più probabilmente, un espediente per tentare di nascondere difficoltà già esistenti: Parmalat ha margini bassissimi sui *business* tradizionali (a cominciare dal latte), ha problemi di bilancio e molti debiti, e tenta di nascondersi comprando altre aziende: così da apparire "la grande multinazionale italiana del latte", occultare la vera radice dell'indebitamento, e soprattutto rendere i bilanci inconfondibili da un anno all'altro.

Nel luglio Ferraris allestì con UBS un'oscura operazione poi definita “*bond girotondo*”: la banca sottoscrisse un'emissione da 420 milioni di Euro, strutturata in modo tale da permettere alla banca di non subire perdite in caso di *crack*. Infatti Parmalat si era contrattualmente impegnata ad investire 290 dei 420 milioni incassati in una controllata caymana della banca portoghese Totta e Acores, per ottenere non meglio precisati vantaggi fiscali. L'investimento aveva però una particolarità: in caso di default di Parmalat, Totta non avrebbe restituito i soldi a Parmalat stessa ma ad UBS. Per i restanti 130 milioni, sarebbe stata comprata da Ubs un'altra protezione, blindando completamente l'operazione. Pare che di questi 130 milioni soltanto 110 siano effettivamente affluiti alle casse del Gruppo di Collecchio: dei restanti non si conosce la destinazione, anche se il rapporto di Pwc ha rilevato un pagamento non giustificato ad un'assicurazione del Liechtenstein per 21 milioni di dollari.

A settembre Parmalat riacquistò da Nextra il *bond* da questa sottoscritto. Risulta dalle dichiarazioni di Tanzi che Ferraris sarebbe stato costretto al riacquisto, sotto la minaccia di Nextra di rivelare al mercato le reali condizioni di Parmalat (rendendo pubblico il vero tasso di interesse pagato). Precisamente, Nextra avrebbe venduto i *bond* a Morgan Stanley, che li avrebbe acquistati a fronte di un apposito deposito di Parmalat. Qualora entro una certa data Morgan Stanley non fosse riuscita a ricollocare i titoli, il residuo sarebbe stato acquistato da Parmalat. 50 milioni di quei *bond* furono però acquistati da ABN Amro, e 100 dalla Banca Popolare di Lodi. Entrambi gli acquirenti sarebbero stati procurati dalla Parmalat. La parte rimanente, 150 milioni, fu riacquistata da Parmalat, in mancanza di altri acquirenti, e quindi venduta a Deutsche Bank per 110 milioni, il tutto dopo l'uscita di Ferraris e con Del Soldato al timone delle finanze di Gruppo.

L'11 settembre 2003 venne approvata la semestrale, con fatturato e utili in forte calo, ma con una sostanziale tenuta della marginalità operativa. Nello stesso giorno si diffuse la notizia di una ennesima emissione obbligazionaria, subito smentita, per poi essere confermata il 15, con un annuncio ufficiale diffuso in contemporanea con la decisione di S&P di abbassare le prospettive della società da “positive” a “stabili”, pur confermando il rating a BBB-. L'agenzia spiegava la revisione dell'*outlook* con i ritardi nella riorganizzazione finanziaria, e con le tensioni politiche ed economiche in sud America, dove il gruppo aveva una significativa presenza.

Questo nuovo *bond*, da 350 milioni di Euro, fu emesso e quindi sottoscritto da Deutsche Bank. I rapporti tra la banca mitteleuropea e Collecchio sono stati intessuti negli ultimi mesi a ridosso del *default*, ed in questo periodo i rapporti partecipativi tra la banca e il gruppo alimentare sono stati segnati da frequenti discontinuità: dal 2,297% dichiarato il 9 luglio 2003, la banca si sarebbe portata oltre il 5% nel novembre seguente, salvo poi uscire, repentinamente, dall'azionariato dell'azienda.

A fine novembre Deutsche Bank venne incaricata, come *advisor*, da Parmalat di rimodulare l'esposizione debitoria, avviare un piano di dismissioni (in particolare relativo alla divisione *bakery* statunitense) e ricostruire l'immagine e la credibilità del gruppo nei confronti del mercato. Il rapporto con Deutsche Bank presentava però un'anomalia di fondo: il 2 maggio Parmalat aveva infatti affidato ad un altro soggetto, la Translink International di New York, incarico per la cessione della divisione *bakery* del gruppo, e l'*advisor* aveva già trovato un potenziale compratore: il fondo di Investimento Vestar Capital Partners.

A dicembre il ruolo di Deutsche Bank venne drasticamente ridimensionato, in favore di Mediobanca, alla quale Tanzi si rivolse alla ricerca disperata di nuovi appigli nel sistema finanziario. Nello stesso mese, esattamente il 19, mentre Bank of America disconosceva l'esistenza di un conto corrente da 3,9 miliardi di Euro, la banca tedesca scese sotto la soglia del 2% in Parmalat. Rimane fumosa l'origine delle azioni nel portafoglio di DB: secondo una ricostruzione, si tratterebbe di titoli di proprietà dello stesso Tanzi, che sarebbero stati dati in prestito a garanzia di erogazioni effettuate dalla banca.

Il ruolo di Deutsche Bank ha interessato anche il rapporto tra Parmalat e S&P. Nel novembre 2003, infatti, il gruppo di Collecchio era tornato nel mirino della società di *rating*, in seguito alle riserve contenute nella relazione dei revisori alla semestrale, ed in particolare ai rilievi mossi in merito all'inserimento dell'investimento nel fondo Epicurum tra le disponibilità liquide, stante il profilo del fondo stesso, non quotato e ignoto agli operatori di mercato.

A Deutsche Bank fu infatti chiesto supporto tecnico nella redazione delle risposte ad un questionario inviato dalla società di *rating* sulle consistenze liquide del gruppo. Le risposte furono fornite il 27 novembre, ma il giorno seguente S&P aveva già trasmesso un nuovo questionario, al quale furono fornite risposte dettagliate quanto creative. Ma il 9 novembre S&P declassò il titolo da

BBB- a B+, cioè *junk bond*, dopo il comunicato in cui Parmalat annunciava l'intenzione di utilizzare l'ultimo giorno disponibile per pagare il *bond* da 150 milioni. Da quel momento in poi si susseguirono i tardivi declassamenti ad opera di S&P, fino al grado D, *default*, assegnato il 19 dicembre, in concomitanza della dichiarazione di Bank of America di insistenza di liquidità nel conto Bonlat.

## Le risultanze “apparenti” degli ultimi bilanci

I bilanci consolidati di Parmalat Finanziaria S.p.A. per gli ultimi tre esercizi “utili” mostravano, in sintesi, le seguenti risultanze:

€ mln

### CONTI ECONOMICI RICLASSIFICATI

	2000		2001		2002	
Valore della produzione	7.462	100,00%	7.991	100,00%	7.722	100,00%
Margine operativo lordo	786	10,53%	914	11,44%	896	11,60%
Risultato operativo	497	6,66%	523	6,54%	538	6,97%
Risultato netto	235	3,15%	262	3,28%	269	3,48%

### STATI PATRIMONIALI RICLASSIFICATI

ATTIVO IMMOBILIZZATO NETTO	4.790	89,94%	4.640	89,37%	4.227	91,36%
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	536	10,06%	552	10,63%	400	8,64%
TOTALE IMPIEGHI	5.326	100,00%	5.192	100,00%	4.627	100,00%
PATRIMONIO NETTO	2.643	49,62%	2.835	54,60%	2.250	48,63%
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	2.683	50,38%	2.357	45,40%	2.377	51,37%
TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO	5.326	100,00%	5.192	100,00%	4.627	100,00%

### DETTAGLIO PFN

	2000	2001	2002
Debiti verso banche	4.370	3.932	3.890
Debiti verso altri finanziatori	372	357	305
Debiti per obbligazioni	362	362	608
Debiti per obbligazioni convertibili	281	631	938
(Cassa)	(1.920)	(1.465)	(951)
("Altri titoli")	(782)	(1.460)	(2.413)
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	2.683	2.357	2.377

Parmalat veniva così rappresentata alla comunità finanziaria come un'azienda in uno stadio “*steady state*”, di sostanziale maturità: stabile sia sul piano delle vendite, che della marginalità e della struttura finanziaria e, per di più, con riserve di liquidità sempre più sostanziose.

Ma i numeri sopra sintetizzati erano il risultato di un puro esercizio di fantasia contabile.

### **Epicurum: l'ultima creatura della fantasia**

La revisione contabile limitata eseguita da Deloitte sulla semestrale al giugno 2003 conteneva già alcune osservazioni su un <<fondo di investimento estero>> non meglio precisato, nel quale il gruppo aveva investito circa 480 milioni di Euro, facendo osservare la mancanza di informazioni dettagliate sulla situazione di detto fondo a giugno 2003, il che rendeva impossibile una valutazione dell'investimento alla data di riferimento della semestrale. Per questo e per altri motivi, Deloitte non aveva rilasciato relazione di certificazione sulla semestrale. L'anomalia non sfuggì a Consob che, il 31 ottobre indirizzò tre lettere alla Parmalat, al collegio sindacale di Parmalat Finanziaria ed alle società Deloitte & Touche (revisore del bilancio consolidato) e Grant Thornton (revisore di gran parte delle società del gruppo, tra cui la discarica Bonlat) chiedendo alla società di specificare i termini dell'operazione, ai sindaci di fornire alla Consob dettagli sulla stessa, ed ai revisori di prestare attenzione nello svolgimento delle attività di revisione relative a Parmalat ed alle sue controllate.

Il 10 novembre, Parmalat divulgava una lunga nota in cui precisava che 496,5 milioni di Euro erano stati investiti in un fondo di investimento estero, denominato Epicurum, e che le quote erano liquidabili in un tempo molto breve (circa 30 giorni). Non venivano però forniti dettagli sulla paternità del fondo e sui motivi di una così celere liquidabilità, insolita per un fondo chiuso. La *home page* del sito del fondo dichiarava di far capo ad una società delle Cayman Islands, la Epicurum capital management Llc.. La nota conteneva altresì chiarimenti sui Participation Agreement, che si precisava essere operazioni di finanziamento tra società del gruppo, tramite le quali una società metteva a disposizione una somma presso una banca, che la utilizzava per finanziare una o più altre società del gruppo residenti in altri Paesi, e che avrebbero avuto un controvalore complessivo di 819 milioni a settembre 2003. L'utilizzo di questo schema operativo avrebbe trovato giustificazione in una maggiore snellezza operativa rispetto a finanziamenti infragruppo diretti.

Pesante fu la reazione del mercato a queste dichiarazioni: l'11 novembre il titolo perse il 15%, ed il capitale passato di mano era stato il 17% del flottante. Divennero pubblici i rilievi mossi da

Deloitte, che chiamava pesantemente in causa Grant Thornton, che aveva permesso di iscrivere tra i ricavi decine di milioni di euro generati da un contratto di *swap* valutario con Epicurum, *swap* poi peraltro rivelatosi fittizio. Il tracollo si delineava all'orizzonte.

Nel tentativo di placare gli spiriti, Parmalat emise l'11 novembre una nuova nota, nella quale precisava i dettagli dell'operazione Epicurum. Il fondo, di diritto caymano, era stato costituito nel settembre 2002, aveva un capitale autorizzato di 7 miliardi di dollari, investiva in società quotate e non quotate, oltre che in fondi e strumenti derivati, attivi nei settori del <<*leisure and pleasure*>>; esso non aveva effettuato alcun investimento in società del gruppo Parmalat o riconducibili alla famiglia Tanzi, ed i membri del *board* del fondo erano totalmente indipendenti dal gruppo Parmalat. La nota si chiudeva con una piccata rivendicazione di solidità della società, e ribadendo l'inesistenza di un "nodo liquidità".

Il giorno seguente, Parmalat annunciò la liquidazione della sua quota nel fondo. Una retromarcia che era intesa a dimostrare al mercato che Parmalat non aveva nulla da nascondere in merito allo stato delle sue finanze. Epicurum, dal lato suo, dichiarava di aver subito un danno di immagine sul mercato italiano, e che si riservava di agire nei confronti dei responsabili della diffamazione nelle sedi opportune. In pratica, la "recita" inscenata prevedeva che Epicurum avesse chiesto a Parmalat di uscire dall'investimento per evitare ulteriori danni di immagine e che Parmalat avesse quindi dovuto rinunciare, per evitare calunnie, ad un investimento ad alto rendimento. La liquidazione delle quote avrebbe comunque dovuto portare un incasso di circa 600 milioni di Euro, con una plusvalenza di oltre 100 milioni sull'investimento.

Ma mentre da Collecchio si tentava di difendere l'immagine e la credibilità aziendale, lamentando <<la diffusione, anche strumentale, in varie forme, di notizie e supposizioni non veritiere e/o gravemente diffamatorie" del gruppo "volte a paventare nuovi presunti scandali finanziari o inesistenti irregolarità contabili [...] tali da conseguentemente originare il sedimentarsi [...] di una percezione negativa e di dubbi" circa la solidità finanziaria ed economica del Gruppo "e condizionare negativamente il *pricing* del titolo Parmalat ed il *sentiment* di mercato">>, il mercato non aveva invece mancato di notare una prima eclatante menzogna: dapprima era stato detto che la

liquidità era stata investita solo in titoli obbligazionari con *rating* minimo singola A, e poi di aver investito (anche) in un fondo chiuso, dalle caratteristiche peraltro alquanto misteriose.

Epicurum era in realtà una discarica “di terza generazione”, costituita per nascondere i mancati rientri dei finanziamenti erogati da Parmalat alle aziende della galassia turistica e finiti in Bonlat. Difatti, da quanto poi ricostruito in base alle dichiarazioni di Del Soldato, la partecipazione in Epicurum sarebbe stata acquisita cedendo crediti verso le società del turismo (quindi crediti sostanzialmente inesigibili e di valore pressoché nullo) per circa 500 milioni di Euro. Dunque la liquidità conferita era fittizia, ed il fondo è servito solo per assolvere alla funzione di coprire contabilmente le distrazioni di fondi e le perdite occultate accumulatesi negli anni.

L’annuncio della liquidazione dell’investimento nel fondo diede una boccata di ossigeno, ma un nuovo tonfo era in arrivo, con le dimissioni di Ferraris, il 14 novembre, dopo appena otto mesi di incarico. La funzione di direttore generale finanza venne accorpata a quella di direttore generale amministrazione e controllo, e dunque affidata alla competenza di Luciano Del Soldato. La rottura con Ferraris sarebbe nata in seguito alla richiesta di rivelare alle banche la reale consistenza (ossia l’insussistenza) delle attività liquide del gruppo, richiesta che sortì ovvie reazioni da parte del patron del gruppo e del suo braccio destro, Fausto Tonna.

Del Soldato doveva agire in modo da placare, per quanto possibile, le ire del mercato, e si vide costretto ad ammettere alcune omissioni: l’investimento in Epicurum nel bilancio 2002, l’ammontare delle obbligazioni riacquistate (pari, secondo quanto dichiarato a rettifica, non a 2,2 ma a 2,9 miliardi) e, *last but not least*, l’esistenza di un’altra fantasmagorica realtà della surreale vicenda Parmalat: Buconero.

Un particolare interessante è che nel periodo tra settembre e dicembre 2003, ossia a ridosso della crisi, i giudizi “*buy*” degli analisti su Parmalat sono stati almeno tre, ed uno, quello di Citigroup Smith Barney, è stato più volte ribadito, da ultimo l’8 dicembre, quando era ormai palese che la liquidità esisteva solo sulla carta<sup>142</sup>.

---

<sup>142</sup> Così, la perplessità del Il Sole 24 ore del 13-12-2003: L’arte della perseveranza non difetta certo ad Andy Smith, analista di Citigroup che segue il titolo Parmalat. Lungo tutto il 2003 ha mantenuto sempre la barra a dritta sulla società di Collecchio con un target price fisso a 3 . Indifferente a ogni perplessità che il mercato avanzava a gran voce sull’opacità e anomalia della struttura finanziaria e con il titolo che ha vorticosamente

Il 27 novembre, su sollecitazione di Consob, arrivava l'ennesima comunicazione di Parmalat in merito ad Epicurum: da un lato essa rassicurava, affermando che la liquidazione del fondo era stata approvata dal *board* del fondo caymano, dall'altra spostava di una settimana la scadenza per l'accredito materiale delle somme, che sarebbe dovuto avvenire il 4 dicembre mediante bonifico. Alla luce di quanto poi è accaduto, appare ovvio che Tanzi stesse soltanto cercando di prendere tempo per trovare una soluzione che gli consentisse di tirare avanti ancora una volta. Infatti, si bussava sempre più insistentemente alle porte dei banchieri, mentre la pressione della Consob sui revisori si faceva sempre più forte.

Il 4 dicembre Tanzi tentò di giocarsi l'ultima carta possibile, bussando alla porta della banca dei salvataggi industriali per eccellenza: Mediobanca. Cuccia e Maranghi, in passato già più volte sollecitati, si erano sempre rifiutati di lavorare con Parmalat, a causa di una eccessiva cavillosità del bilancio.

Alberto Nagel incontrò Calisto e Stefano Tanzi nella serata del 4 dicembre: il 5 dicembre si sarebbe tenuto un Consiglio di Mediobanca che avrebbe potuto discutere sul da farsi, ed in particolare sull'esigenza di trasferire alla Parmalat olandese i fondi che mancavano per poter rimborsare il *bond* da 150 milioni in scadenza. Ma prima di procedere, i banchieri avevano bisogno di conoscere la reale situazione di Parmalat, sulla quale i Tanzi, padre e figlio, avevano dato versioni discordanti.

Al termine di una lunga riunione, si decise di non erogare altre somme a Parmalat, e si consigliò a Tanzi di informare il mercato sul reale stato delle cose. In difetto, sarebbero state le banche a farlo.

Da Collecchio si attese fino all'8 dicembre, quando con un comunicato i mercati vennero informati che il fondo Epicurum non aveva provveduto a liquidare le quote di pertinenza di Parmalat, a causa

---

ballato sull'altalena con cadute e vortuose riprese. Una fede incrollabile che, a dir la verità, anche altri analisti hanno avuto, ma che nel caso di Smith ha raggiunto l'apoteosi. Lunedì 8 dicembre con il titolo sospeso a Piazza Affari e con tutto il bagaglio di cattive notizie già acquisite (in particolare la mancata liquidazione di 590 milioni di dollari del fondo Epicurum) l'analista londinese se ne è uscito con un report, reiterando il consiglio d'acquisto (un secco <buy> con rischio a livello medio-basso e un target ancora a 3 euro). Ma è nelle motivazioni attribuite che l'arte funambolica di Smith ha espresso il meglio di sé.

Certo, l'invito sul breve termine era alla cautela e il report ricordava gli ultimi negativi eventi sulla società di Calisto Tanzi, ma per Citigroup <il valore a medio-lungo termine di Parmalat restava intatto con una crescita degli utili stimabile del 10% nei prossimi anni e con quella ricca opportunità di fare cassa vendendo la divisione dei prodotti da forno>. Il resto, e cioè il crollo e la quasi resa dei giorni successivi, è noto a tutti. Ma pensare in quelle condizioni che l'atout di Parmalat stava tutto in quella cessione è davvero paradossale.

di “difficoltà insorte nel procedimento di liquidazione della quota Parmalat a causa delle contestuali richieste di liquidazione pervenute dalla maggioranza dei sottoscrittori”.

Lo stesso giorno veniva a scadenza il *bond* da 150 milioni di Euro emesso nel maggio del 2000 da Parmalat Finance Corporation Bc con l'aiuto di Caboto (*lead manager* del collocamento), ma esso non venne rimborsato. La Borsa decise di sospendere il titolo per due giorni, in attesa del C.d.A. straordinario del 9 dicembre. C.d.A. che si concluse con l'uscita di scena di Tanzi e la designazione di Bondi a nuovo timoniere del Gruppo, contestualmente alla nomina di Lazard e Mediobanca come *advisors*, d'accordo con i gruppi bancari che avevano verso Parmalat le maggiori esposizioni: San Paolo IMI, Intesa e Capitalia.

Il comunicato che annunciava il conferimento a Bondi di un incarico professionale di assistenza conteneva pure la rassicurazione che il *bond* da 150 milioni sarebbe stato ripagato utilizzando la scadenza ultima contrattualmente prevista del 15. La rassicurazione non bastò tuttavia a S&P, che, abbassò il *rating* del debito a lungo termine da BBB- a B+, cioè a *junk bond*, e quello del debito a breve da A-3 a B, con l'avvertenza che, in caso di mancato rimborso del *bond*, il *rating* del titolo sarebbe precipitato a D (*default*). Comprensibili perplessità suscitò la condotta dell'agenzia di *rating*, che aveva confermato a Parmalat il suo giudizio nonostante le continue incongruenze, salvo poi virare quando mettere in guardia il mercato non era più di alcuna utilità. L'agenzia di *rating* si giustificò adducendo di aver ricevuto informazioni fuorvianti dall'azienda, e di non aver dubitato dell'esistenza di una liquidità la cui consistenza era confermata dalle relazioni di certificazione dei revisori.

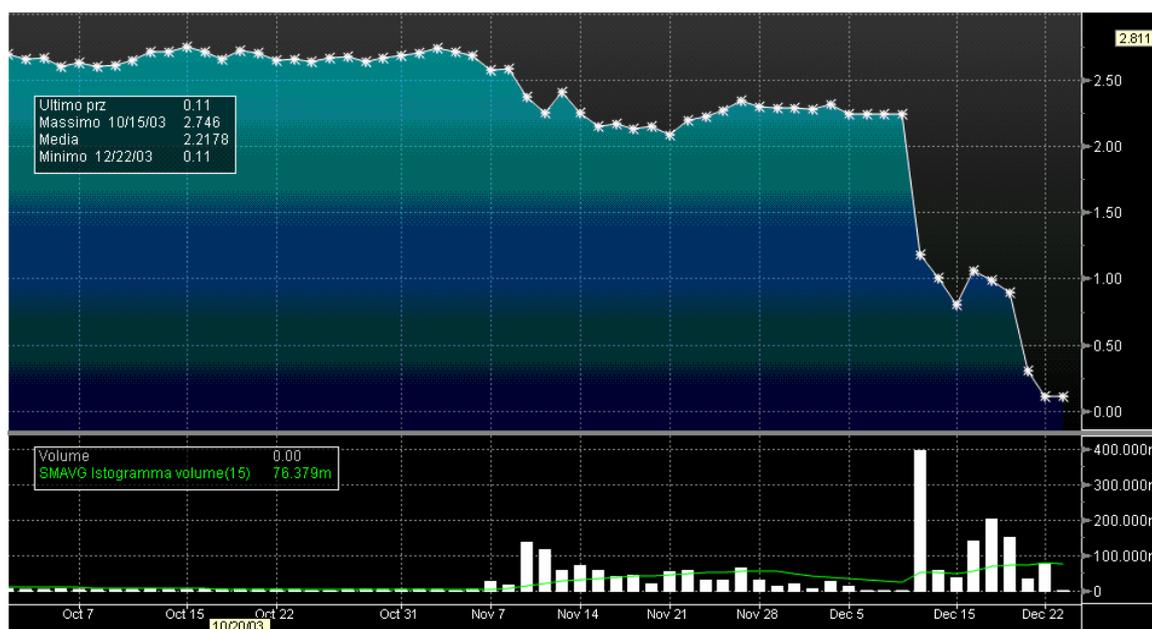
### **La *débacl*e è compiuta**

L'11 dicembre fu il giorno della definitiva *débacl*e borsistica di Collecchio: il titolo perse circa il 47,43% chiudendo a 1,176 Euro<sup>143</sup> ed il 48,5% del capitale passò di mano: la quasi totalità del flottante.

---

<sup>143</sup> Il Sole 24 Ore 12-12-2003

I grafici di seguito evidenziano l'andamento del titolo in tutto il 2003 ed a ridosso del palesarsi del *crack*:



Fonte: Bloomberg

Intanto Bondi “raschiava il barile” per recuperare i 50 milioni che mancavano per poter rimborsare il *bond* in scadenza. Il commissario riuscì ad ottenere lo sblocco di 35 milioni a titolo di rimborso IVA, mentre altri 20 furono incassati con la vendita della quota del 2% di Mediocredito Centrale. Dover ricorrere a questi espedienti per racimolare qualche decina di milioni in una società che vantava una liquidità di oltre 4 miliardi di Euro era quantomeno anomalo. Iniziarono in quel

periodo le indagini per accertare dove fosse quella liquidità, e da più parti si ipotizzava che essa fosse stata “gonfiata” ad arte per consentire un uso aggressivo della leva finanziaria, ma nessuno poteva immaginare le rocambolesche falsificazioni a colpi di *scanner* che sarebbero emerse poco dopo.

Ebbe così inizio il *pressing* sui revisori, e su Grant Thornton, che aveva la responsabilità della revisione di Bonlat financing corporation, in particolare. Iniziò lo scambio di accuse tra i due revisori coinvolti, Grant Thornton appunto e Deloitte, la quale ultima aveva la responsabilità del bilancio consolidato.

Dietro pressioni della Consob, Grant Thornton chiese a Bank of America una verifica delle consistenze dei conti intestati a Parmalat, ed in particolare del conto Bonlat, dove avrebbero dovuto esserci 3,95 miliardi di Euro di liquidità. Il 17 dicembre, il giorno stesso della richiesta, Bank of America rese noto che l'estratto conto che attestava quel saldo a credito era falso, e che Bonlat Financing non intratteneva alcun conto con la suddetta BoA. Veniva dunque meno il presupposto fondamentale su cui era stata costruita la certificazione del bilancio della “cassaforte” Bonlat e, a cascata, di tutto il gruppo. Ed al contempo si delineava il disegno criminoso che era stato costruito nel tempo: la liquidità su cui Parmalat aveva costruito la sua credibilità nei confronti del sistema finanziario si rivelava completamente inesistente. Un falso storico, costruito attraverso una vera e propria “fabbrica di documenti falsi”, una sorta di “ufficio falsari” interno, localizzato fisicamente nell'ufficio del contabile Gianfranco Bocchi, che agiva secondo le indicazioni di Del Soldato.

Il 18 dicembre Cardia contattava, telefonicamente e con un esposto formale, le Procure di Milano e di Parma, preannunciando l'invio di una segnalazione di fatti ritenuti penalmente rilevanti. A Milano le indagini sarebbero state seguite dai pm Francesco Greco, Eugenio Fusco e Carlo Nocerino. A Parma dalle pm Antonella Ioffredi e Silvia Cavallari, nomi che sarebbero presto diventati tristemente familiari nella cronaca italiana.

A dispetto delle ponderose proporzioni della truffa, i mezzi con cui essa è stata intessuta sono talvolta sorprendentemente semplici. Le operazioni fittizie cui più frequentemente Parmalat ha fatto ricorso per occultare le perdite, generare profitti apparenti e distrarre fondi sono state le seguenti:

- acquisti e vendite di latte in polvere, per ingenti quantitativi;
- contratti finanziari di *swap*, stipulati con il fondo Epicurum ovvero infragruppo; ad esempio, lo *swap* con Epicurum aveva fatto registrare profitti a Bonlat per 135 milioni di Euro;
- cessioni di crediti – sovente inesigibili o acquisti di titoli;
- *participation agreement*;
- cambiali finanziarie;
- contratti di cessione di marchi fittizi;
- registrazioni fittizie di sconti mai ottenuti, come nel caso della TetraPak.

Lo schema più frequentemente seguito era il seguente:

- la Parmalat Finance Corporation incassava la liquidità relativa ai *bond* emessi;
- la stessa PFC trasferiva materialmente la liquidità ad un'altra società operativa del gruppo;
- a fronte del trasferimento, PFC cedeva il credito originatosi alla Bonlat o alla PFC maltese;
- l'operativa a sua volta saldava il debito con Bonlat o con la PFC maltese cedendole un'attività fittizia.

Come risultato, la società operativa risolveva i suoi problemi di liquidità e mostrava conti in regola, ma Bonlat aveva un debito verso PFC controbilanciato da un attivo insussistente o inesigibile.

Le cessioni di crediti *intercompany*, in particolare, sono state utilizzate massicciamente da Tonna per far affluire nei punti più reconditi del gruppo la liquidità acquisita con le emissioni obbligazionarie, e poi farla sparire attraverso artifici contabili.

A supporto del sistema, la “macchina dei falsi”, funzionante tutto l'anno e particolarmente attiva in occasione della redazione dei bilanci annuali e delle relazioni infra-annuali. Tra i falsi più eclatanti costruiti a colpi di *scanner*, il famoso estratto conto di Bank of America, attestante un'ingente giacenza di liquidità rivelatasi più tardi totalmente insussistente, come lo stesso conto che avrebbe dovuto ospitarla.

Un altro filone lungamente battuto in materia di falsificazione riguarda la cartolarizzazione dei crediti derivanti da fatturazioni, in parte rilevante a loro volta false. Il sistema permetteva di aumentare artificiosamente il fatturato fino a cinque volte il suo reale valore, anche grazie alla stretta complicità con le società di distribuzione e con le concessionarie, a loro volta facenti capo a *holding* antillane riconducibili comunque alla “banda falsari”.

Frequentemente, le cessioni per lo sconto di ri.ba. si riferivano a crediti che erano già stati soddisfatti. Interlocutrice privilegiata di questo tipo di operazioni era Ifitalia, i cui funzionari, secondo quanto dichiarato da Tonna sarebbero stati a conoscenza del carattere fittizio dei documenti sottostanti all'operazione. Una di queste operazioni ebbe luogo per un ammontare di 200 milioni di Euro, e fu sottoscritta in *pool*; i partecipanti diversi da Ifitalia non erano al corrente del carattere fittizio della cessione. Di fatto, per anni Parmalat si è finanziata monetizzando dal sistema bancario le ri.ba. emesse sul concessionario e non supportate da alcun rapporto commerciale sottostante.

Altre anomalie si sono prodotte attraverso il rapporto tra Parmalat ed il Gruppo TetraPak, il principale fornitore di cartoni per il latte e per i succhi di frutta di Parmalat, attraverso il particolare trattamento riservato agli sconti concessi dal produttore di imballaggi al gruppo di Collecchio. Molto semplicemente, Parmalat corrispondeva a TetraPak la somma stabilita dal contratto; successivamente venivano praticati sconti e la differenza veniva versata da TetraPak su conti legati riconducibili a Tanzi o intestati a società *offshore* del gruppo. Secondo quanto dichiarato da Tonna, dei 30 milioni versati in relazione agli sconti da TetraPak nel solo esercizio 2001, un terzo sarebbe finito direttamente nelle mani della famiglia Tanzi, ed i rimanenti due terzi sarebbero andati a società *offshore*. Complessivamente, attraverso questo tipo di pratica, Tanzi avrebbe incassato circa 70 milioni di Euro.

Se i falsi cartacei erano il modo principale in cui Parmalat mostrava liquidità inesistente, a Collecchio si faceva spregiudicato ricorso alla leva finanziaria. I tesoriери di Parmalat partivano da una base di liquidità reale e da una primaria banca internazionale ottenevano di poter acquistare dieci volte tanto in titoli pubblici dal massimo *rating*. Quei titoli erano in garanzia, ma potevano

essere utilizzati per costituire un'altra posizione in titoli di *rating* doppia A e così via. Tutti questi investimenti figuravano in bilancio come attività finanziarie assimilabili a liquidità, ma non erano realmente disponibili perché erano tutti posti a garanzia di posizioni debitorie. Questo meccanismo poteva funzionare a condizione che non tutto l'indebitamento acceso a fronte della garanzia da essi rappresentata venisse iscritto in bilancio. Per ottenere questo risultato si ricorreva a particolari forme contrattuali in cui Parmalat non figurava come obbligato principale, come già era avvenuto per Enron, o addirittura si rilevavano parzialmente i debiti, evidenziandone solo la parte "già maturata".

La stessa aspettativa di ritrovare la liquidità sparita dalle casse Parmalat, i 14 miliardi di di "buco", in un esotico tesoro, sarebbe rimasta delusa. I soldi erano stati in gran parte "bruciati", in sostanza erano come svaniti nel nulla.

In occasione delle emissioni obbligazionarie, ad esempio, buona parte della liquidità raccolta si disperdeva senza mai arrivare materialmente nelle casse di Collecchio.

Se a questo si aggiungono le ingenti somme che sono andati disperse in direzione di società del reticolo, o anche al di fuori del consolidato, o addirittura direttamente a persone fisiche, non è facile figurarsi come nel tempo si sia sedimentato un "buco" di spaventose dimensioni. In più, flussi finanziari assai consistenti sono stati dirottati verso le società del turismo gestite da Francesca Tanzi: non è facile, ad esempio, figurarsi di quali servizi di viaggio e turismo la Parmalat abbia beneficiato per pagare alla Hit-Parmatour 263 milioni di Euro in sette anni (cui si sono aggiunti 137 milioni di dollari pagati da altre società del gruppo). Alla fine, i crediti del Gruppo verso le società del turismo sono stati trasformati in *promissory notes*, scaricate alla fine in Epicurum.

Altri 258 milioni sono entrati nelle casse del gruppo turistico come erogazioni di fondi a vario titolo provenienti da Parmalat S.p.A..

Le sottrazioni complessivamente eseguite a favore della famiglia Tanzi e di società turistiche sono state complessivamente stimate nell'iperbolica somma di circa 900 milioni di Euro. Lauti compensi, per decine di milioni di Euro, sono stati poi elargiti ai consulenti, in particolare legali, di Parmalat.

Già dalla quotazione Parmalat navigava in cattive acque; solo attraverso un *reverse merger* con una scatola quotata poté realizzare il miracolo di accedere al mercato ed alla liquidità dei risparmiatori. I giochi dei Tanzi furono agevolati dal prestigio del marchio, dai buoni rapporti di Tanzi con il mondo politico e quello imprenditoriale, dalla fama di cui godeva, di uomo probo e religioso.

Ma come si sarebbe accumulato, più precisamente, un debito di oltre 14,3 miliardi, calcolato dai consulenti di Bondi dopo la prima revisione? Per grandi linee:

- circa 900 milioni di distrazioni a favore di Tanzi e dei suoi uomini;
- circa 3.185 milioni di Euro in *shopping* all'estero e relativi investimenti successivi;
- 1,1 miliardi drenati verso le controllate sudamericane per coprirne le perdite;
- circa 1,5 miliardi sarebbe il valore del buco già esistente ai tempi della quotazione.

Il debito così sommariamente ricostruito ammonta a 6,7 miliardi di dollari: la differenza rispetto al “buco” consisterebbe di poste fisiologiche legate alla normale continuità operativa aziendale.

Così, attraverso il sommarsi nel tempo di sconosciute scorribande finanziarie, si è consumato uno dei più grandi *crack* della storia della finanza e dell'industria che la storia abbia mai registrato, con la *débaclé* di quella che era stata, fino al dicembre 2003, tra le prime dieci più importanti società quotate alla Borsa di Milano, con 146 stabilimenti nel mondo, una forte presenza nel mercato statunitense e latino-americano, e 36.000 dipendenti, di cui 4.000 solo in Italia.

Nel dicembre 2003, esattamente alla vigilia di Natale, con Decreto d'Urgenza del Ministro delle Attività Produttive, si apriva la procedura di Amministrazione Straordinaria sul Gruppo Parmalat, ed Enrico Bondi veniva formalmente incaricato quale Commissario Straordinario.

Nel giugno 2004, il Commissario Straordinario Bondi presentava al Ministro delle Attività Produttive Antonio Marzano il piano contenente l'indicazione delle linee-guida per il risanamento del Gruppo.

### **Il piano Bondi in sintesi**

Il piano di salvataggio di Parmalat si caratterizza innanzitutto per la presenza di aspetti fortemente innovativi rispetto al passato: Bondi ha infatti potuto avvalersi di regole innovative che il Parlamento ha adottato convertendo il decreto con cui Parmalat è stata posta in Amministrazione Straordinaria in Legge (Legge n. 39 del 18 febbraio 2004), e che gli hanno consentito di attuare una vera e propria ristrutturazione finanziaria trasferendo di fatto il Gruppo ai suoi creditori, e superando gli ostacoli che normalmente dipendono dal fatto che un'azienda sia quotata ed abbia dunque un azionariato diffuso.

Il piano, "validato" dalla società di consulenza AT Kearney, e basato su un precedente rapporto redatto da PriceWaterhouse Coopers, ha previsto innanzitutto la costituzione di una società che ha assunto l'attivo di 16 società della "galassia", acquisendo altresì l'obbligo di pagarne i creditori. L'elemento innovativo è rappresentato dal fatto che in denaro (e per l'intero) sarebbero stati pagati esclusivamente i creditori privilegiati (amministrazione fiscale, dipendenti eccetera), mentre tutti gli altri sarebbero stati soddisfatti in azioni. Tali azioni avrebbero presto acquisito la liquidità connessa alla quotazione in Borsa, poiché il piano prevedeva che le azioni della "nuova Parmalat" (inizialmente denominata "Assuntore") sarebbero state quotate, dopo aver istituito nel Gruppo una *governance* adeguata al caso. Nessuna soddisfazione è stata prevista dal Piano per i vecchi azionisti, per i quali anche l'attribuzione di un *warrant*, ipotizzata inizialmente, è stata ritenuta diluitiva delle posizioni dei creditori.

I *recovery ratio* fissati sono diversi per le varie società ma per la principale di esse, in termini di esposizione, e cioè Parmalat Finanziaria S.p.A., esso è stato fissato nell'11,3%: per ogni 100 Euro di

credito, i creditori, ed in particolare gli azionisti, avrebbero ricevuto azioni per un controvalore di 11,3. Il valore nominale delle azioni della nuova Parmalat è pari ad 1.

Di seguito sintetizziamo per ciascuna società rientrante nel concordato le quote complessivamente spettanti ai rispettivi creditori nella nuova Parmalat ed i rapporti di conversione, tratti dal piano presentato ai creditori e da essi approvato:

	Quota % del debito complessivo riconosciuta	% di conversione
1) PARMALAT FINANZ. SPA	8,30	11,30
2) PAMALAT SPA	47,90	7,30
3) CENTRO LATTE CENTALLO SRL	0,10	100,00
4) CONTAL SRL	1,30	17,20
5) EUROLAT SPA	16,20	100,00
6) PARMANGINEERING SRL	0,30	76,10
7) GESLAT SRL	1,20	19,90
8) LACTIS SPA	1,30	100,00
9) NEWCO SRL	0,10	100,00
10) PANNA ELENA CPC SRL	0,40	100,00
11) OLEX SA	0,00	100,00
12) PARMALAT SOPARFI SA	8,20	26,90
13) DAIRIES HOLDING INT. BV	1,20	100,00
14) PARMALAT FIN. CAPITAL NL BV.	0,00	0,00
15) PALMALAT FIN. CORP.	12,70	4,60
16) PARMALTA NETHERLANDS	0,71	2,30
<b>TOTALE</b>	<b>100%</b>	

La prima colonna evidenzia la percentuale che complessivamente i creditori delle singole società hanno ottenuto di controllo nella Nuova Parmalat. La seconda colonna mostra invece i rapporti di conversione tra crediti (anche obbligazionari) ed azioni: per ogni 1000 euro di crediti il titolare avrà, nel caso di Parmalat Finanziaria 113 azioni e 113 *warrant*. Il numero massimo di *warrant* da attribuirsi a ciascun risparmiatore è stato fissato in 650.

Alla nuova società il piano ha attribuito anche tutti gli utili (rivelatisi in seguito ingenti) derivanti dalle azioni revocatorie ovvero di risarcimento danni intentate contro amministratori, sindaci,

revisori e banche ritenuti corresponsabili del dissesto. D'altro canto, la nuova società si sarebbe assunta anche il rischio derivante dalle cause intentate contro la Parmalat.

Parmalat è così passata sotto il controllo dei creditori, mentre nessuna ricompensa è andata ai vecchi azionisti.

Parma Calcio e Parmatour, in quanto società estranee al Gruppo anche se riconducibili ai Tanzi, sono rimaste inizialmente estranee al Piano, così come le società poste al di fuori dell'Unione Europea (sud America e Stati Uniti, principalmente), poiché per esse sarebbero state applicate le normative previste nei rispettivi Paesi.

Tuttavia il 16 gennaio 2004 Parmatour è stata essa stessa posta in Amministrazione Straordinaria, sotto la responsabilità Enrico Bondi, ed è stata ceduta ad una cordata formata da "I grandi viaggi" e Aurum Hotels, ad un prezzo di 47 mln, a seguito di un'asta competitiva conclusasi nel settembre 2005. La società di *e-commerce* del Gruppo Parmatour, Last Minute Tour, è stata oggetto di separata trattativa, terminata nella cessione a Filo Diretto, società attiva nell'offerta di servizi "alla persona", focalizzati sulla mobilità e sull'assistenza medica<sup>144</sup>.

Pochi mesi dopo, anche il Parma Calcio, inizialmente affidato a Luca Baraldi con la presidenza di Bondi, è stato posto in Amministrazione Straordinaria, con un debito stimato in 310 milioni di Euro. Solo nel gennaio 2007, dopo numerose trattative sfumate al seguito dell'emergere di sempre nuovi problemi, la società sarà ceduta Tommaso Ghirardi, giovane imprenditore bresciano, affiancato da Banca Mps.

Per la sola vicenda Parmatour, la procura di Parma ha formulato le richieste di rinvio a giudizio per 53 indagati per associazione per delinquere finalizzata alla bancarotta e alle false comunicazioni sociali. Tra questi, oltre a Calisto Tanzi, Francesca e Stefano Tanzi, e l'ex direttore finanziario Fausto Tonna. Nell'elenco compaiono anche Gianpiero Fiorani, Luca Baraldi, Claudio Baratta, Nicola Catelli, Romano Bernardoni, Camillo Florini, Piero Mistrangelo, Paolo Sciumé, l'avvocato

---

<sup>144</sup> Per la sola vicenda Parmatour, la procura di Parma ha formulato le richieste di rinvio a giudizio per 53 indagati per associazione per delinquere finalizzata alla bancarotta e alle false comunicazioni sociali. Baraldi, Claudio Baratta, Nicola Catelli, Romano Bernardoni, Camillo Florini, Piero Mistrangelo, Paolo Sciumé, l'avvocato Gianpaolo Zini.

Gianpaolo Zini. Secondo l'accusa, Parmatour avrebbe beneficiato di almeno 350 milioni di euro in cinque anni, sottratti alle casse del Gruppo Parmalat per ripianare i buchi di gestione del gruppo turistico della famiglia<sup>145</sup>.

---

<sup>145</sup> Fonte: Il sole 24 Ore, 1° novembre 2006.

## Parmalat oggi

La nuova Parmalat sarà riammessa alle quotazioni nell'ottobre del 2005. Dalla riammissione ad oggi, riassumiamo graficamente l'andamento del titolo:



Fonte: Bloomberg

A novembre 2007 Bondi confermava alla comunità finanziaria di aver riportato Parmalat sui binari della competitività economica e strutturale, aggiungendo che “la Parmalat ha incassato sino ad oggi oltre 800 milioni, di cui circa 280 nell'esercizio in corso, mentre sussistono attualmente revocatorie per 6,6 miliardi accanto a cause per risarcimenti per oltre 13 miliardi; cause, queste ultime, concentrate prevalentemente negli Stati Uniti mentre in Italia sono in essere prevalentemente le revocatorie”<sup>146</sup>. Parmalat sta, inoltre, tuttora fronteggiando il rischio implicito nella *class action* in corso negli Stati Uniti che, presenza di un esito negativo per Parmalat, richiederebbe infatti l'emissione di nuove azioni con effetti sul versante della diluizione<sup>147</sup>.

<sup>146</sup> Fonte: Il sole 24 ore, 4-11-2007

<sup>147</sup> Il 12 novembre 2007 Parmalat quotava 2,53 Euro. Un obbligazionista di Parmalat Finanziaria che avesse avuto in mano obbligazioni per 1000 Euro, avrebbe oggi 113 azioni e 113 warrant, per un valore di 459 Euro circa, con una perdita “secca” sul valore del proprio credito di oltre il 54%.

Pesanti polemiche sono tuttora in corso riguardo ai presunti guadagni che le banche avrebbero, piuttosto che subire perdite come la generalità dei creditori, dalla vicenda Parmalat (in particolare Capitalia, Unicredito, Montepaschi); le significative differenze nei *recovery ratio* (fissato pari ad 1, ad esempio, nel caso di Eurolat, come sopra evidenziato), che sarebbero andate proprio a vantaggio dei creditori bancari ed a detrimento dei risparmiatori<sup>148</sup>.

Sul piano giudiziario, il caso Parmalat è costato il rinvio a giudizio di 66 persone tra *manager*, banchieri, avvocati, revisori di tre diverse società ed altri consulenti. A Tanzi e Tonna sono stati contestati i reati di associazione a delinquere e concorso in bancarotta fraudolenta, a Cesare Geronzi il reato di concorso in bancarotta ed usura, a Matteo Arpe il concorso in bancarotta semplice<sup>149</sup>. Tra gli altri indagati Gianpiero Fiorani, Massimo Armanini, oltre ad avvocati tra i quali Sergio Erede, Paolo Sciumè e Michele Ributti.

Rinviate a giudizio, in un altro filone del procedimento, anche numerose banche coinvolte nel *crack*, e precisamente Bank of America, la *branch* milanese di Citigroup, Deutsche Bank S.p.A. e di Deutsche Bank Ag di Londra, Morgan Stanley bank international Limited di Milano e Morgan Stanley & Co international di Londra, la società di gestione Nextra Sgr e Ubs Limited di Londra, la Bnl, la Banca Popolare Italiana, sulla base del decreto legislativo 231/2001 sulla responsabilità amministrativa delle società. I *manager* bancari personalmente coinvolti in questo filone dell'inchiesta sono 13.

La principale accusa per i *manager* bancari poggia sul presupposto della reale conoscenza, da parte di essi, del reale stato di crisi del gruppo alimentare e sul successivo concorso alla diffusione di informazioni false e fuorvianti al pubblico in merito all'azienda. Sono infatti state individuate dagli

---

<sup>148</sup> "Il sole 24 ore", 4-7-2007

<sup>149</sup> Arpe e Geronzi sono accusati, tra l'altro, di aver avuto un ruolo un ruolo nella vicenda Parmalat-Ciappazzi. Secondo quanto ricostruito dalla magistratura, Capitalia avrebbe acquisito una considerevole esposizione nei confronti della Ciappazzi, società che gestiva fonti di acque minerali. Per riuscire a rientrare da questa esposizione, avrebbe favorito l'acquisto, da parte di Tanzi, delle fonti siciliane per un valore di circa 18 milioni di Euro. Grazie a questa operazione, Tanzi avrebbe ottenuto, in soli 3 giorni, un finanziamento da Capitalia per circa 50 milioni di Euro, formalmente destinati a Parmalat ma, in realtà, poi defluiti verso Parmatour. Secondo l'ordinanza del Gup, che confermava l'accusa dei PM Greco, Fusco e Nocerino, i vertici di Capitalia erano "a sicura conoscenza dello stato di decozione delle attività turistiche (Parmatour) della famiglia di Collecchio e di quello di insolvenza della Parmalat. Questi elementi possono, dunque, costituire un pilastro per sostenere validamente l'ipotesi di consapevole contributo dei suoi vertici alla determinazione del dissesto".

inquirenti una serie di operazioni solo in parte comunicate al mercato, o non comunicate affatto, con lo scopo, si ipotizza, di sostenere, ovvero «manipolare» le quotazioni delle azioni e delle obbligazioni (aggiotaggio), così come già era stato scoperto per i bilanci e i comunicati falsi.

La maggior parte delle cause di risarcimento si è conclusa con accordi transattivi: Parmalat ha incassato 112 milioni da Bnl, 310 milioni di Euro da Morgan Stanley e Nextra, un totale di circa 88 milioni dalla Banca Popolare Italiana (ex Banca Popolare di Lodi). Dieci miliardi per ciascuna sono stati richiesti a Citigroup e Bank of America, le banche più gravemente compromesse dall'affare Parmalat; i relativi procedimenti sono tuttora in corso. 23 milioni di euro sono poi arrivati da due separate transazioni realizzate con la francese Calyon e con la svizzera Banca dei Grigioni (Gkb)<sup>150</sup>.

Sono tuttora pendenti le numerose cause per risarcimento danni intentate da Bondi nei confronti di numerosi soggetti, pari a 10 miliardi solo negli USA; dalla società di revisione Deloitte Parmalat ha già incassato un risarcimento danni pari a 149 milioni di dollari.

Enrico Bondi ha inoltre sporto una denuncia penale alla procura di Parma e di Milano contro l'agenzia di *rating* Standard and Poor's, imputando ad essa una responsabilità extracontrattuale in quanto ritengono che il servizio di *rating* fornito a Collecchio non sia stato rigoroso e adeguato al reale stato finanziario della società.

D'altro canto, sulla nuova Parmalat grava il rischio che la *class action* promossa in America, a partire dall'ottobre 2004, da un nutrito gruppo di investitori tra cui il fondo Hermes possa estendersi dalla vecchia alla nuova Parmalat, rischio peraltro già segnalato dal bilancio al 31 dicembre 2005 del Gruppo. La *class action* è un'azione collettiva intentata da un gruppo di investitori italiani ed esteri coinvolti nel *crack* della multinazionale di Collecchio. Nell'istanza, i promotori della causa (il fondo britannico Hermes Focus Asset Management, le società francesi Société Moderne des Terrassements Parisiens e Solotrat, l'italiana Cattolica di Partecipazioni, tra gli altri), hanno chiesto ai convenuti un risarcimento, quantificato in circa 10 miliardi di dollari,

---

<sup>150</sup> Il sole 24 ore, 28/09/2007

destinato, se accordato, a risarcire oltre agli obbligazionisti, anche gli azionisti della Parmalat Finanziaria, esclusi invece dalla proposta di concordato predisposta dal commissario straordinario.

Le dimensioni “buco” erano state stimate da Price, incaricata da Bondi all’indomani della sua nomina di redigere un rapporto sulla situazione economico-finanziaria del Gruppo, in 14,3 miliardi di Euro. Queste drammatiche cifre hanno trovato sostanziale conferma nello svolgimento successivo della vicenda. Le sole emissioni obbligazionarie cumulatesi nel tempo ammontavano a circa 7,5 miliardi di Euro (al netto degli interessi cumulatesi), come evidenziato dalla tabella sotto riportata, estratta da un allegato al piano presentato ai creditori per l’approvazione:

Società Emittente data ammissione Amministr. Straordinaria	codice ISIN		Società Garante	data di emissione	data di scadenza	valuta	importo emissione	tasso annuo %
<b>PARMALAT FINANZIARIA SPA</b> 30 Dicembre 2003								
Parmalat Finanziaria Spa	IT000950044	I		2 gennaio 1997	2 gennaio 2007	ITL	200.000.000.000	2,620 (variabile)
Parmalat Finanziaria Spa	IT0001157202	I		1 ottobre 1997	1 ottobre 2007	ITL	200.000.000.000	2,740 (variabile)
Parmalat Finanziaria Spa	GB0054047484	I		16 febbraio 1998	16 febbraio 2010	ITL	100.000.000.000	5,600 (fisso)
<b>PARMALAT CAPITAL NETHERLANDS BV</b> 30 Gennaio 2004								
Parmalat Capital Netherlands Bv convertibile azioni ordinarie Parmalat Finanziaria Spa	XS0084903847	L	Parmalat Finanziaria Spa	19 marzo 1998	31 dicembre 2005	Euro	261.200.000	1,0000 (fisso)
<b>PARMALAT NETHERLANDS BV</b> 30 Gennaio 2004								
Parmalat Netherlands Bv convertibile azioni ordinarie Parmalat Finanziaria Spa	XS0124246922	L	Parmalat Spa Parmalat Finanziaria Spa	28 febbraio 2001	30 giu. 2021 (put al 30.06.06)	Euro	350.000.000	0,8750 (fisso)
<b>PARMALAT SOPARFI SA</b> 30 Gennaio 2004								
Parmalat Soparfi Sa (equity linked) con facoltà di rimborso con azioni ordinarie Parmalat Finanziaria Spa	XS0158370121	L	Parmalat Spa	12 dic. 2002	12 dic. 2022 (put al 12.12.04)	Euro	246.400.000	Zero coupon
Parmalat Soparfi Sa convertibile azioni ordinarie Parmalat Finanziaria Spa	XS0146338656	L	Parmalat Spa	23 maggio 2002	23 maggio 2032	Euro	306.800.000	6,1250 (fisso)
<b>PARMALAT FINANCE CORPORATION BV</b> 30 Gennaio 2004								
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0098549164	L	Parmalat Spa	23 giugno 1999	23 giugno 2004	Euro	100.000.000	4,625 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0135579349	L	Parmalat Spa	20/9/01-4/2/02	20 sett. 2004	Euro	150.000.000	5,125 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0156987058	L	Parmalat Spa	13 dic. 2002	13 dic. 2004	Euro	150.000.000	5,250 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0106583577	L	Parmalat Spa	7 febbraio 2000	7 febbraio 2005	Euro	650.000.000	6,250 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0085752748	L	Parmalat Spa	16 aprile 1998	18 aprile 2005	Euro	500.000.000	2,59663 (float rate) 2,53513 (float rate)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0123321068	L	Parmalat Spa	6 febbraio 2001	6 febbraio 2006	Euro	500.000.000	6,000 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0102619961	L	Parmalat Spa	5 ottobre 1999 cambio al 30 gennaio 2004 (emittente) cambio al 24 dicembre 2003 (garante)	5 ottobre 2006 1,6396 1,6727	AUD	145.000.000	5,845 (floating rate)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0140751941	L	Parmalat Spa	18 gennaio 2002	18 gennaio 2007	Euro	300.000.000	5,875 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0118659688	L	Parmalat Spa	23 ottobre 2000	23 ottobre 2007	Euro	150.000.000	7,000 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0171288177	L	Parmalat Spa	3 luglio 2003	3 luglio 2008	Euro	210.000.000	5,100 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0171287872	L	Parmalat Spa	3 luglio 2003	3 luglio 2008	Euro	210.000.000	5,200 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0170717184	L	Parmalat Spa	10 luglio 2003	10 luglio 2008	Euro	300.000.000	5,184 (floating rate) 5,153 (floating rate)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0132599176	L	Parmalat Spa	25 luglio 2001	25 luglio 2008	Euro	500.000.000	6,800 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0095639620	L	Parmalat Spa	30 marzo 1999	30 marzo 2009	Euro	390.000.000	5,500 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0098549677	L	Parmalat Spa	23 giugno 1999	23 giugno 2009	Euro	100.000.000	4,000 (floating rate)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0100136770	L	Parmalat Spa	3 agosto 1999	3 agosto 2009	Euro	25.000.000	4,000 (floating rate)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0176831013	L	Parmalat Spa	29 sett. 2003	29 sett. 2010	Euro	350.000.000	6,125 (fisso)
Parmalat Finance Corp. Bv	XS0083921681	L	Parmalat Spa	18 febbraio 1998	18 febbraio 2028	ITL	1.000.000.000.000	Zero coupon (importo alla scad. del 18 feb 2028)
<b>PARMALAT CAPITAL FINANCE LTD.</b>								
Parmalat Capital Finance Ltd.	XS0089553365	L	Parmalat Spa	23 luglio 1998	13 agosto 2008 cambio al 24.12.2003	USD 1,2407	500.000.000	6,625 (fisso)
Parmalat Capital Finance Ltd Preference shares	Serie A US70175L2043 - KYG693262064	L	Parmalat Spa	2 dicembre 1997	cambio al 24.12.2003	ITL 1,936,27	150.000.000.000	4,40425 (floating rate)
Parmalat Capital Finance Ltd Preference shares	Serie A KYG693262064	L	Parmalat Spa	2 giugno 1998	cambio al 24.12.2003	ITL 1,936,27	50.000.000.000	4,40425 (floating rate)
Parmalat Capital Finance Ltd Preference shares	Serie B US70175L3033 - KYG693263074	L	Parmalat Spa	2 dicembre 1997	cambio al 24.12.2003	USD 1,2407	100.000.000	3,42168 (floating rate)
Parmalat Capital Finance Ltd Preference shares	Serie C US70175L4023 - KYG693264064	L	Parmalat Spa	2 dicembre 1997	cambio al 24.12.2003	GBP 0,701750	100.000.000	9,375 (fisso)
Parmalat Capital Finance Ltd Preference shares	Serie D KYG693261094 -	L	Parmalat Spa	2 giugno 1998		Euro	125.000.000	4,40425 (floating rate)

Dal punto di vista strettamente industriale, il risanamento di Parmalat è stato giudicato “facile”, poiché il tessuto produttivo della nuova Parmalat era per buona parte sano, vitale, anche grazie all’esclusione dal perimetro di una miriade di società estere prive di alcuna relazione produttiva col Gruppo, rendendo realistico l’obiettivo di riportare l’azienda, a regime, ad una redditività operativa del 10-12%. Il risanamento ha previsto, oltre ad interventi tesi ad incrementare i livelli di efficienza, che tuttavia non hanno comportato massicce riduzioni dell’organico, anche una importante campagna di dismissioni (ricordiamo: i marchi Streglio, Mister Day, Grisbi, altri *brand* minori nonché 4 stabilimenti industriali), tesa a permettere la focalizzazione delle risorse disponibili sul *business* tradizionale dell’azienda. Grande risalto è stato dato all’innovazione, con l’introduzione di nuove linee di prodotti che seguono le macro-tendenze nell’alimentazione (attenzione alla salute, alla linea, alla conservazione della giovinezza della pelle e dei tessuti). Importanti sono stati anche gli interventi di razionalizzazione societaria.

Importante è stato il sostegno finanziario delle banche (Capitalia, Intesa, Popolare Lodi, Mps, UniCredit e SanPaolo-Imi, Bnl), che hanno sostenuto il rilancio aziendale accordando una nuova linea di credito da 105 milioni. Tuttavia il risanamento di Parmalat non ha dovuto confrontarsi con particolari problemi di liquidità, poiché l’azienda ha generato rapidamente un flusso di cassa operativo positivo.

Di seguito sintetizziamo i bilanci della nuova Parmalat disponibili per gli ultimi due esercizi, redatti secondo i criteri IAS:

€ mln

	2005	2006
<b>Valore della produzione</b>	<b>1.035</b>	<b>3.881</b>
<b>Risultato operativo</b>	<b>24</b>	<b>300</b>
%	2,35%	7,72%
<b>Risultato netto</b>	<b>1</b>	<b>196</b>
%	0,12%	5,04%

	2005	2006
attivo immobilizzato	2.305	2.159
attivo circolante netto	1.306	1.285
passivo operativo a breve	1.326	1.255
CCNO	-20	30
<b>Totale capitale investito</b>	<b>2.285</b>	<b>2.189</b>
Patrimonio netto	1.878	2.052
Posizione finanziaria netta	408	137
<b>Totale fonti di finanziamento</b>	<b>2.285</b>	<b>2.189</b>

I dati infra-annuali confermano che Parmalat è oggi, finalmente, un'azienda normale.

La “Fondazione creditori Parmalat” controlla oggi il 100% del capitale sociale dell'azienda, le cui previsioni indicano per il 2008 un giro d'affari superiore a 4 miliardi, con un EBITDA di oltre l'8%<sup>151</sup>.

---

<sup>151</sup> Il Sole 20 Ore, 4/11/2007

## BIBLIOGRAFIA

- Altman E.I., "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy" in Journal of Finance, Settembre, 1968
- Bagella M., Morelli G., "Gli istituti di credito speciale: da istituti di credito ad intermediari specializzati. Trent'anni di attività nei mercati del credito e nella finanza 1963-1998", Franco Angeli – Milano (1999)
- Barile G., "Breve storia dell'euforia finanziaria: i rischi economici delle grandi speculazioni", Rizzoli, Milano (1991)
- Bastia P., "Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali", Giappichelli – Torino (1995)
- Batra R., "Il crack finanziario", Sperling & Kupfer, Milano (1998)
- Belcredi M., "Crisi e ristrutturazione finanziaria delle imprese", in Cattaneo M., "Manuale di finanza aziendale", Il Mulino – Milano (1999)
- Belcredi M., "Vent'anni di crisi d'impresa in Italia: risultati di un'indagine empirica", in "Finanza, marketing e produzione" n.3/1995
- Belcredi M., "Implicazioni delle scelte di finanziamento per i comportamenti manageriali, in Cattaneo, M., "Manuale di finanza aziendale", Il Mulino – Milano (1999)
- Bertoli G., "Crisi d'impresa, ristrutturazioni e ritorno al valore", Egea – Milano (2000)
- Bevilacqua E., "Imprese e *intangibles*, il capitale nascosto da valorizzare e comunicare", dalla rivista economica on-line [www.zeroweb.it](http://www.zeroweb.it), 15/5/2006
- Bianchi T., "Limiti dell'intervento delle banche nel risanamento delle imprese", in Bergamin Barbato (a cura di), Atti del Convegno "Il controllo economico-finanziario nelle imprese a partecipazione statale", Venezia, Cà Foscari, 24 maggio 1985, Cedam (1997)
- Bianco M., Chiri S. "Le partecipazioni bancarie nelle imprese in Italia: investimenti e ristrutturazioni finanziarie", in "Banca, impresa e società" n.3/1997
- Bibeault, D.B., "*Corporate turnaround: how managers turn losers into winners*", New York, Mc Graw-Hill, 1982.
- Billings R.S., Milburn T.W., Shaalman M.L., "A model of crisis perception", in Administrative Science Quarterly, n. 25, Giugno, 1980
- Blatz M., Kraus K.J., Hagani S., "Corporate Restructuring: finance in times of crisis", Springer – Berlin (2006)
- Bower J. L., "When markets quake: the management challenge of restructuring industry", Harvard Business School Press (1986)
- Brealey A.R., Myers S. C., "Principi di finanza aziendale", Mc Graw-Hill - New York (1990)

- Breiter A.E., “Ristrutturazioni aziendali: come gestire un successo”, *Economia e Management*, n°3 (1994)
- Cafferata R., “Sistemi, ambiente e innovazione: come s’intergrano la continuità e il mutamento nell’impresa”, Giappichelli – Torino (1995)
- Canovi, L., “Analisi di bilancio e previsione finanziaria. Principi e strumenti”, Giappichelli, Torino (2003)
- Capizzi, V., “Le attività e i servizi originati dalle ristrutturazioni e dai riasseti societari” in: Forestieri, G., “Corporate e investment banking”, EGEA, 2003
- Capolino G., Massaro F., Panerai P., “Parmalat– La grande truffa”, Class Editori - Milano (2003)
- Caprio L., “Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un’analisi finanziaria”, *Mediocredito lombardo* (1999)
- Castillo S., Signorelli C., “Meccanismi di reazione alle sfide della crisi”. *L’impresa*, n°3/1995
- Cattaneo M., “Manuale di finanza aziendale”, Il Mulino – Milano (1999)
- Cenciarini R., “Ristrutturazioni e crescita: le strategie adottate dalle imprese di successo”, Giuffrè – Milano (1998)
- Cesarini F., “Le banche creditrici dell’impresa in crisi: ruolo e responsabilità”, in “Banche e banchieri” n.2/1998.
- Cesarini, F., “Le banche creditrici dell’impresa in crisi: ruolo, responsabilità e problemi”, intervento alla giornata di studio su “Crisi d’impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche”, Roma, Banca d’Italia, 22 marzo 1996
- Coda V., “Le tappe critiche per il successo dei processi di risanamento aziendale”, Giuffrè – Milano (1987)
- Conti V., Maccarinelli M., Ratti M., “La partecipazione delle banche al capitale delle imprese”, in “Banca, impresa e società” n.1/1994.
- Dalcò P., Galbanini L., “Parmalat. Il teatro dell’assurdo”, Milano, Food, 2004
- Danovi, A., “Crisi d’impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano”, Giuffrè editore, 2003
- Demattè C., “Il caso Enron: una lezione per tutti”, in *Economia & Management* n. 2/2002
- Demattè C., “Parmalat e Cirio: l’occasione per cambiare”, in *Economia & management*, 2/2004
- Desario V., “Il ruolo delle banche nelle crisi d’impresa: il punto di vista della Banca d’Italia- interventi del Direttore Generale della B.I.”, Roma 2000, dal sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)
- Dimundo, F., Cristiani, E., “Affitto d’azienda e fallimento” in “Il Fallimento”, n. 1/2003.
- Elliott A.L., Schroth R.J., *How Companies Lie: Why Enron is just the tip of the iceberg*, Nicholas Brealey Publishing, London (2002)

- Fazio, A., “La partecipazione delle banche al capitale delle imprese”, in “Bancaria”, n. 7, 8/1993
- Forestieri G., “Banche e risanamento delle imprese in crisi”, Egea – Milano (1995)
- Forestieri G., “Corporate & investment banking”, EGEA – Milano (2003)
- Forestieri G., Corbetta, G., “Le banche italiane dal credito al merchant banking”, Milano, Mediocredito Lombardo (1997)
- Forestieri G., “Aspetti aziendali e finanziari della crisi d’impresa”, Bancaria, n°11 (1997)
- Frova S., Galbiati P., Massari M., “Cambiamento e rischio aziendale”, Finanza, Marketing e Produzione, n°4 (1992)
- Galimberti F., “Economia e pazzia. Crisi finanziarie di ieri e di oggi”, Laterza, Roma-Bari (2002)
- Gatti E., “Le operazioni di asset restructuring nelle aziende in crisi”, Economia e Management, n°1/1996
- Generale, A. Gobbi, G., “Il recupero dei crediti: costi, tempi e comportamenti delle banche” in “Temi di discussione del Servizio Studi”, n. 265, Banca d’Italia, Marzo 2006.
- Gilson, S., “Creating value through corporate restructuring”, Wiley, New York, 2001
- Gismondi R., “La nuova disciplina del concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti”, in Dircom.it, n.4 2005
- Guatri L., “All’origine delle crisi aziendali: cause reali e cause apparenti”, in Finanza, Marketing e Produzione n. 1 (1985)
- Guatri L., “Crisi e risanamento delle imprese”, Giuffrè, Milano (1986)
- Guatri L., “La valutazione delle aziende”, EGEA – Milano (1990)
- Guatri L., “Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore”, Egea - Milano (1995)
- Hendry, J, Hope, V., “Cultural change and competitive performance”, European Management Journal, 12, 4 December 1994
- Isola, “Crisi d’impresa: gli interventi sulla struttura finanziaria”, Amministrazione e finanza, n°16 /1995
- Izzo F., “Le strategie di turnaround nella letteratura del management”, Finanza, Marketing e Produzione, n°3 (1996)
- Ketkar S., Ratha D., “Development financing during a crisis: Securitization of future receivables”, The World Bank, Washington (2001)
- Kiyonari T. “La gestione delle crisi”, Mc Graw Hill, New York (1996)
- Luecke R., “Il management della crisi: padroneggiare le competenze per prevenire il fallimento”, Etas – Milano (2005)

- MacAvoy P.W, Millstein I. M., “The recurrent crisis in corporate governance”, Stanford University Press, (2004)
- Masciandaro, D., Riolo F., “Crisi d’impresa e risanamento, Ruolo delle banche e prospettive di riforma”, Edibank, Milano, 1997
- Mintzberg H., “Creazione di valore, la trappola per i risparmiatori”, in “Il Sole 24 Ore”, 2 luglio(2002)
- Moliterni R., “Dalla fisiologia alla crisi d’impresa”, Cedam, Padova (1999)
- Morone, A., Cirillo, A., “L’affitto come forma di gestione dell’azienda sociale” in “Le Società”, n. 3/1993.
- Mottura P., “Condizioni di equilibrio finanziario della strategia d’impresa”, in “Finanza marketing e produzione”, n. 1, 1987
- Normann R.,Ramirez R, “Le strategie interattive d’impresa – Dalla catena alla costellazione del valore”, ETAS, Milano (1995)
- Norsa L. (a cura di), “Crisis management: come gestire la crisi aziendale”, in “Quaderni della sicurezza Insigna, 2”, Simone – Napoli (2002)
- Onado M., “La banca come impresa”, Il Mulino – Milano (1996)
- Piluso F., Mucerino A. “Devianza manageriale e crisi catartica dei mercati finanziari”; in “Banche e Banchieri”, Anno XXX n. 3 (2002)
- Podestà S., “La crisi d’impresa in Italia: efficacia e limiti delle forme di intervento adottate”, in “Finanza, marketing e produzione”, n.1/1984.
- Quatrario, B., “Le obbligazioni convertibili in azioni”, in “Rivista dei dottori commercialisti”, n. 2/1993
- Riolo F., “Convenzioni interbancarie per la soluzione di crisi aziendali”, Edibank (1994)
- Riolo F., “Le banche e le soluzioni stragiudiziali delle crisi d’impresa - Fattori di successo e rischi di insuccesso - verso forme di autoregolamentazione” in “terzo rapporto Fondazione Rosselli sul sistema finanziario italiano: crisi d’impresa e risanamento delle banche e prospettive di riforma”, Masciandaro D., Riolo F., (a cura di), Edibank. (1997)
- Robbins D.K., Pearce J.A., “Turnaround, retrenchment and recovery”, Strategic Management Journal, 13, 4, May 1992
- Romanelli P., “Crisi d’impresa: Relazioni tra costi e soluzioni nella prospettiva del valore d’impresa”, Economia e Politica Industriale, n. 106, (2000)
- Rossi P., “Ristrutturazione del debito e ruolo delle banche nel risanamento delle imprese” in “Banca, impresa e società” n.2/1997.
- Saita M., “La banca nell’impresa”, ICEB (1986)

- Sciarelli S., “La crisi d’impresa. Il percorso gestionale di risanamento delle piccole e medie imprese”, CEDAM, Padova (1995)
- Sciarelli S., “La valutazione dell’opzione di risanamento gestionale dell’impresa”, *Finanza, Marketing e Produzione*, n°3 (1996)
- Sen, A., “Etica ed Economia”, Laterza, Roma-Bari (2001)
- Sicca L., “Crisi aziendali, piani di ristrutturazioni e risanamento” CEDAM (1987)
- Sicca L., Creazione di valore, conoscenza e gestione delle crisi aziendali, in “Finanza Marketing Produzione” (1993)
- Sicca L., Izzo F., “La gestione dei processi di turnaround”, Edizioni Scientifiche Italiane – Milano (1995)
- Slatter S., “Corporate recovery, a guide to turnaround management, Penguin Books, Londra (1984)
- Strebel, P., “New contracts: the key to change” *European Management Journal*, 11, 4, December 1993.
- Superti Fuga, F., “Il bilancio d’esercizio italiano secondo la normativa europea”, Giuffrè, Milano (1991)
- Tatò, F., “Come prevedere ed affrontare le crisi aziendali”, *L’impresa*, n°5/1991
- Tedeschi Toschi, A., “Crisi d’impresa tra sistema e management: per un approccio allo studio delle crisi aziendali”, Egea – Milano (1993)
- Tilly, R., Welfens, P. J.J., “Economic globalization, international organizations and crisis management: contemporary and historical perspectives on growth, impact and evolution of major organizations in an interdependent world”, Springer – Berlin (2000)
- Venanzi, D., “Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese”, in “Finanza, marketing e produzione”, n. 4/1997
- Vergara, C., “Disfunzioni e crisi d’impresa”, Giuffrè – Milano (1988)
- Vergara, C., “Note metodologiche sulla ricerca delle cause delle crisi aziendali”, Giuffrè – Milano (1987)
- Zimmerman, F. M., *The turnaround experience: real world lessons in revitalizing corporations*, Mc Graw Hill – New York (1991)
- Zara, C., “Il ruolo delle banche creditrici nei processi di ristrutturazione”, in AA.VV., Forestieri (a cura di), “Banche e risanamento delle imprese in crisi”, EGEA (1995)
- Zara, C., “Le banche e il risanamento delle imprese in crisi”, in “Economia e management” n. 5/1995
- Zito, M., “Fisiologia e patologia delle crisi d’impresa”, Giuffrè – Roma (1999)

## CASO PARMALAT – STAMPA

- 04/11/2007 Il Sole 24 Ore - “Dalla class action alla redditività”; “Parmalat, utile 2007 a 300 milioni” di Alberto Nosari
- 28/09/2007 Il Sole 24 Ore - “Parmalat, Bondi incassa 23 milioni” di Morya Longo
- 04/07/2007 Il Sole 24 Ore – “Parmalat, le banche incassano” di Giuseppe Oddo
- 10/6/2006 Il Sole 24 Ore – “Parmalat, le accuse alle banche – Titoli sostenuti anche da rapporti addomesticati” di Mara Monti
- 1/7/2006 Il Sole 24 Ore – “Parmalat apripista dei turnaround” di Carlo Festa
- 25/3/2006 Il Sole 24 Ore – “Parmalat esce dal tunnel e ritrova il profitto”
- 1/3/2006 Il Sole 24 Ore– “Bondi: “Le banche sapevano” di Mara Monti
- 14/1/2006 Il Sole 24 Ore – “Banche e clienti, fiducia da ricreare” di Edoardo De Biasi
- 13/5/2005 Il Sole 24 Ore – “Collecchio, le banche ebbero un ruolo chiave” di Giuseppe Oddo
- 12/5/2005 MF – “Parmalat, distrazioni per 616 miln” di Fabrizio Mannaro
- 16/4/2005 Il Sole 24 Ore – “Bondi tenta ancora di riportare Parmalat in Borsa per l'estate”
- 1/3/2005 Il Sole 24 Ore – “Parmalat avvia l'aumento da 2 miliardi” di Antonella Olivieri
- 20/2/2005 Il Sole 24 Ore – “Tanzi interrogato sui fondi alla holding per il turismo” di Giuseppe Oddo
- 27/1/2005 Il Sole 24 Ore – “Bank of America nel mirino” di Mara Monti
- 26/1/2005 Il Sole 24 Ore – “Uno scudo proteggeva Tanzi” di Mara Monti
- 13/1/2005 MF – “Nuova Parmalat, alle banche il 27%” di Fabrizio Massaro
- 12/01/2005 Il Sole 24 Ore – “Citigroup: ingannati da Tanzi”
- 5/11/2004 MF – “Tonna scarica tutto sulle banche” di Andrea Ducci
- 20/10/2004 Il Sole 24 Ore – “Parmalat, cinque banche nel mirino” di Mara Monti
- 19/10/2004 MF – “Al via class action da 10 miliardi” di Fabrizio Massaro
- 05/09/2004 Il Sole 24 Ore “Bondi, nel mirino le banche italiane” di Vincenzo Del Giudice
- 3/8/2004 Il Sole 24 Ore – “L'intreccio di complicità tra Parmalat e banche estere” di Donato Masciandaro
- 22/05/2004 Il Sole 24 Ore – “Parmalat, tutte le domande ancora aperte” di Angelo Mincuzzi e Giuseppe Oddo
- 01/04/2004 Il Sole 24 Ore – “L'Italia ora sfrutti la lezione Parmalat” di Isabella Buffacchi
- 31/3/2004 MF – “Bondi, j'accuse a Bank of America” di Fabrizio Massaro
- 23/03/2004 Il Sole 24 Ore – “Tanzi e i pm, stretta sulle banche”
- 6/03/2004 – Il Sole 24 Ore – “Parmalat-banche, stretta dei PM” di Angelo Mincuzzi e Giuseppe Oddo
- 03/03/2004 Il Sole 24 Ore – “Bond Parmalat, 17 banche al setaccio” di Laura Serafini
- 22/02/2004 Il Sole 24 Ore – “Eurolat, interviste Roma”
- 25/01/2004 Il Sole 24 Ore – “La city e la corte dei banchieri di Tanzi” di Marco Niada
- 14/01/2004 Il Sole 24 Ore – “Batoli, su Parmalat frodi inaudite” di Anna Zavaritt
- 13/01/2004 Il Sole 24 Ore - “Banche, rebus rientri sui bond Parmalat” di Antonella Olivieri
- 6/01/2004 Il Sole 24 Ore – “Nulli i bilanci Parmalat”
- 20/12/2003 Il Sole 24 Ore “Bondi si rivolge ai giudici” di Vincenzo Del Giudice e Andrea Malan
- 13/12/2003 Il Sole 24 Ore - “La lente di Bondi su Parma” di Giuseppe Oddo
- 12/12/2003 Il Sole 24 Ore - “Parmalat dimezzata a Piazza Affari”, di Antonella Olivieri; “E Bondi chiede ufficialmente aiuti alle banche” di Alessandro Graziani
- 26/03/2003 Il Sole 24 Ore - “Parmalat, nuovo vertice finanziario” di Vincenzo Del Giudice
- 31/01/2003 Il Sole 24 Ore - “Parmalat al debutto nel MIB30”
- 15/11/2002 Il Sole 24 Ore - “Bene il bond Parmalat, Barilla conferma il debutto” di Anna Zavaritt

## **CASO FIAT – STAMPA**

3/3/2003 Comunicato Stampa in merito al “Riassetto della struttura del Gruppo”  
17/8/2003 Il Sole 24 Ore – “Fiducia della Borsa sul rilancio Fiat” di Aldo Bernacchi  
24/9/2003 Il Sole 24 Ore – “La Fiat archivia lo stato di crisi” di Nicoletta Picchio  
25/9/2003 Il Sole 24 Ore – “Fiat, in Borsa torna l’ottimismo” di Aldo Bernacchi  
17/10/2003 Il Sole 24 Ore – “La Fiat riparte da Termini e Mirafiori” di Augusto Grandi  
23/2/2004 MF – “Fiat, per gli analisti è ormai vicina la fine del tunnel” di Francesco Allegra

## **ALTRE FONTI**

CENTROSIM, Equity Research, Parmalat penalizzata da una gestione del debito non ancora del tutto trasparente, 6 Ottobre 2003, in [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Pau, F. “Concordato fallimentare, chiarimenti sulla ristrutturazione dei debiti”, ItaliaOggi, 29 maggio 2006

