

NOVEMBRE  
2011

# CRISI D'IMPRESA

SistemaFRIZZERA

## INTERVENTO DEGLI OPERATORI DI «PRIVATE EQUITY» NELLE «SPECIAL SITUATION»

Come è noto, il ciclo di vita delle imprese presenta un'alternanza di **momenti di crescita e declino** e ad ogni stadio di vita corrispondono specifiche categorie di investitori, interessate ad intervenire nel capitale di rischio. Nei mercati maturi esiste una sorta di modello evolutivo, tale per cui quando una società vede scendere il suo valore (quotazioni di borsa), si espone a scalate da parte di soggetti interessati a rilevarne il controllo per verificare la possibilità di un risanamento, cui dovrebbe seguire la ripresa di valore.

Rispetto alla situazione internazionale lo **scenario italiano** appare per certi versi ancora un mercato più potenziale che attuale e ciò è sicuramente vero per gli investitori in capitale di rischio interessati alle **aziende** che si trovano **in difficoltà** o nelle cd. **special situations**.

Queste si dividono in genere in due categorie:

- **interventi diretti** ad **aziende** in **crisi finanziaria**, coinvolte in un gruppo in dissesto finanziario (*special situations* in senso stretto);
- **interventi finanziari** in imprese con problemi economici temporanei o comunque transitori, suscettibili di probabile esito positivo (situazioni di *turnaround*). Con questo termine si definiscono in genere tutti gli interventi sistematici di risanamento e rilancio aziendale.

Il caso qui presentato appartiene alla categoria delle *special situations* e, in particolare, a quelle in cui la crisi è originata, tra gli altri motivi, da un significativo «vuoto di potere», quando la deviazione dal percorso di equilibrio nella vita dell'impresa consegue al venir meno in un dato momento della

Andamento  
ciclico dei mercati

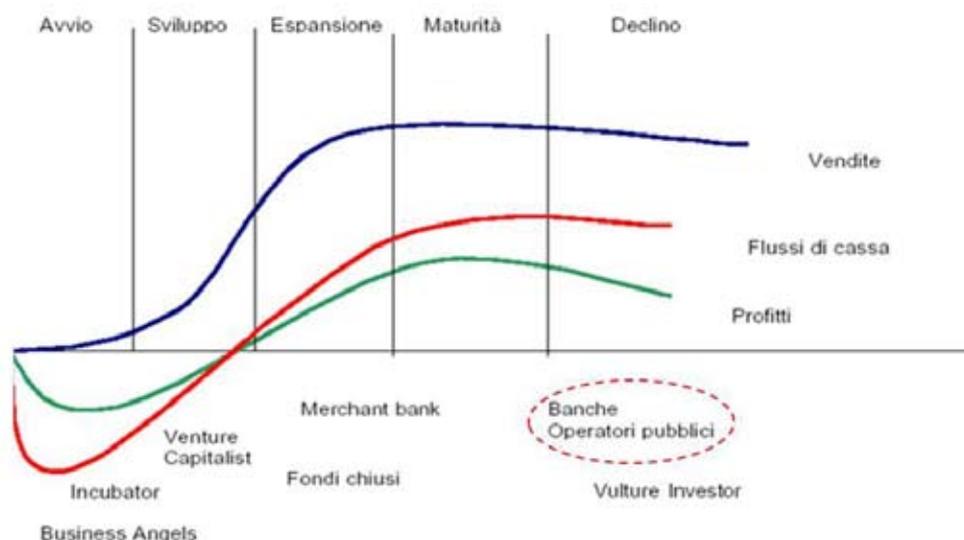
Situazione italiana

Interventi diretti

Interventi finanziari

di **Alessandro Danovi** (Coordinatore), Università degli Studi di Bergamo  
**Raffaele Legnani**, Atlantis Partners  
**Francesca Ceruti**, Criet e Università di Milano-Bicocca  
**Alice Mazzucchelli**, Criet e Fidiconsul

CICLO DI VITA DELL'IMPRESA E PRINCIPALI INVESTITORI NEL CAPITALE DI RISCHIO



Fonte: Perrini, 1999.

Crisi come opportunità

Caso

guida imprenditoriale necessaria a fronteggiare le inevitabili evoluzioni della realtà circostante. Il caso inoltre appare paradigmatico poiché coinvolge una media azienda italiana che, nonostante fosse leader nel suo segmento, si è venuta a trovare in difficoltà sia in ragione della congiuntura, sia dei problemi del gruppo internazionale proprietario. L'intervento di un fondo di **investimento specializzato** ne ha consentito il **risanamento** e il **rilancio**, da un lato venendo a colmare il vuoto di potere che aveva causato il declino, dall'altro applicando con maggiore rigore e attenzione gli strumenti di controllo manageriale sull'andamento, necessari ad individuare la via di rientro nel percorso di equilibrio.

Ulteriore riflessione che nasce dalla lettura è come la **crisi** possa essere anche fonte di significative **opportunità imprenditoriali**, in questo caso per il fondo protagonista dell'operazione di rilancio.

**PROTAGONISTI: IL GRUPPO MCS E ATLANTIS**

«Master Climate Solutions» (Mcs) è oggi un gruppo italiano leader nel mercato europeo e asiatico di prodotti portatili per il riscaldamento dell'aria (*mobile heaters*) ad uso professionale. Il Gruppo è anche attivo nel mercato dei sistemi di riscaldamento dell'aria statici e nel mercato dei sistemi di deumidificazione portatili. Mcs opera sul mercato principalmente attraverso il marchio Master, divenuto negli anni sinonimo di questa tipologia di prodotti.

Mcs è un gruppo dalla spiccata propensione internazionale: la capogruppo italiana Mcs Italy S.p.a. controlla due filiali, una in Polonia (Mcs Central Europe) e una in Cina (Mcs Heating Equipment Shanghai), e gestisce due uffici commerciali in Russia e Ucraina.

Il **business** di riferimento è fortemente **stagionale** (due terzi del fatturato generato nel trimestre settembre-novembre) ed è strettamente legato al settore delle costruzioni e all'andamento delle temperature ambientali. Il fatturato complessivo realizzato nel 2010 (risultato stagionale relativo alla stagione climatica terminata a febbraio 2011) è stato pari a € 38,5 milioni (96% *export*), mentre l'Ebitda (questo l'acronimo di *Earnings before Taxes, Interests, Depreciations and Amortizations*, corrispondente grosso modo al Margine operativo lordo. L'ebit corrisponde invece al reddito ante imposte e oneri finanziari) è stato di € 7,2 milioni.

Di seguito sono rappresentati alcuni dei principali prodotti.

«Business» stagionale

### PRINCIPALI PRODOTTI MCS



Atlantis è invece il primo fondo di investimento italiano interamente dedicato alle *special situations*. Nato nel 2006, sulla base di una precedente esperienza decennale in fondi esteri, Atlantis dispone di un fondo di dimensioni medio-piccole (€ 85 milioni) e i suoi investitori, come di prassi nei fondi di *private equity*, sono fondi di fondi, banche e assicurazioni o *family office* di famiglie industriali per lo più italiane. La **strategia d'investimento** adottata si basa su due principi. Nelle *special situations* in senso stretto, Atlantis interviene con una logica di *value investing*, andando cioè a ricercare opportunità di acquisizione a condizioni favorevoli in situazioni complesse, di dissesto finanziario, pre-fallimentari, o comunque in situazioni in cui il prezzo può dipendere da diverse manifestazioni negative: da una semplice flessione di mercato, fino alla bancarotta. Il secondo principio è quello di investire in società che presentano problemi economici da risolvere e nei cui confronti l'acquirente può agire come catalizzatore del cambiamento, affiancandosi al *management* (preesistente o nuovo) in modo da agire con l'urgenza e la rapidità necessarie per portare a termine nel più breve tempo possibile il processo di risanamento.

Strategia d'investimento

Desa Italia

**ACQUISIZIONE DA PARTE DI ATLANTIS**

Nel giugno 2009 l'attuale Mcs Italy (allora denominata Desa Italia) faceva parte del gruppo americano Desa Llc, attivo nella progettazione, produzione e vendita di prodotti per il riscaldamento e per il giardinaggio, con un fatturato consolidato di circa € 200 milioni. Nel corso del 2008, al fine di finanziare il *business* domestico, in ristrutturazione da diversi anni, Desa Llc avviava un **processo competitivo di dismissione** delle proprie **controllate europee**, partecipazioni che avevano evidenziato un forte sviluppo dalla loro costituzione nel 2001. Dopo lo scoppio della crisi finanziaria, nel settembre 2008, le società europee del gruppo Desa evidenziavano un improvviso calo del fatturato e della redditività che progressivamente allontanava i potenziali buyer, soprattutto tradizionali fondi di *private equity*, verosimilmente spaventati anche dal fatto che nel dicembre 2008 Desa Llc si vedeva costretta a chiedere la protezione dai suoi creditori secondo la procedura del Chapter 11 della legge fallimentare americana. Il Chapter 11 è una nota procedura concorsuale statunitense assimilabile per alcuni versi alla nostra amministrazione straordinaria, destinata a consentire alle imprese di avviare anche significativi processi di ristrutturazione.

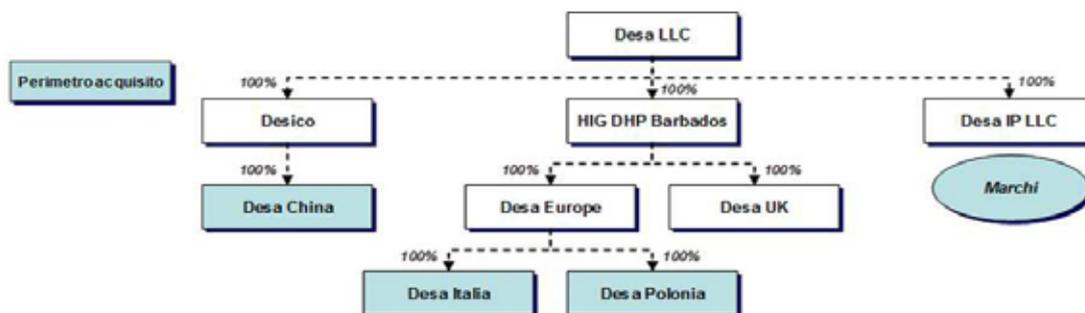
**DATI STORICI DI MCS**

	2005		2006		2007		2008	
	€'000	%	€'000	%	€'000	%	€'000	%
Fatturato	26.160	100%	33.125	100%	34.270	100%	26.027	100%
EBITDA	3.346	13%	5.263	16%	4.793	14%	2.894	11%
EBIT	2.779	11%	4.632	14%	4.088	12%	2.214	9%
Utile netto	1.848	7%	3.216	10%	2.976	9%	797	3%
Posizione fin. netta	(72)		(460)		(37)		(4.180)	

*N.B.: Sono rappresentati i risultati gestionali dei periodi che terminano nel febbraio dell'anno successivo*

In questo contesto Atlantis, intravedendo l'opportunità di acquisire l'azienda nel momento di picco negativo del mercato prendeva contatto con il *chief restructuring officer* della procedura per concordare il perimetro di interesse. Dopo una lunga trattativa, la compravendita avveniva nel giugno 2009, in parte attraverso l'acquisto delle società (Desa Italia, Desa Poland e Desa China) dalle *sub-holding* non operative di Desa Llc (escluse dal Chapter 11) e in parte, per l'acquisto dei marchi, attraverso una procedura accelerata di asta fallimentare.

PERIMETRO DI ACQUISTO



Uno degli elementi di rilievo era la volontà di Desa Llc, trovandosi in procedura concorsuale, di non rilasciare le abituali tutele nei confronti dell'acquirente, ma solo **garanzie** estremamente **limitate**. Atlantis pertanto si tutelava:

- a) con una attenta **due diligence** (la *due diligence* è il processo di analisi dei dati e dei vari aspetti aziendali legali, fiscali, economici, ambientali, di business ecc.) necessaria per mappare i possibili rischi di una acquisizione) svolta direttamente;
- b) **riducendo il prezzo** in funzione dei potenziali rischi individuati;
- c) con il parziale **pagamento dilazionato** del prezzo;
- d) con il **co-investimento** dei principali **manager** dell'**azienda**.

Ciò consentiva di acquisire il gruppo ad una valutazione contenuta di complessivi € 8,8 milioni, corrispondenti (tenuto conto del debito) ad un valore del capitale (Enterprise Value) di € 11,2 milioni, pari a 2,6 volte l'Ebitda medio degli ultimi tre esercizi.

Gli **elementi** alla base della **decisione di investimento** da parte di Atlantis erano i seguenti:

- a) **società** in una nicchia **globale** molto **redditizia**, leader di mercato in Europa con una posizione dominante nei mercati a maggior crescita dell'Est Europa, con un marchio molto conosciuto e con immagine di qualità e innovazione;
- b) **prezzo di acquisto influenzato** dalla **congiuntura negativa**, soprattutto quella relativa al settore edile (la società, vendendo soprattutto nei mesi invernali, era stata colpita in pieno dalla crisi di fine 2008);
- c) **fiducia** nella **flessibilità operativa** della **società**, capace di resistere, più dei concorrenti fortemente integrati, a forti oscillazioni della domanda;
- d) **grosse potenzialità di incremento** dell'efficienza e della **redditività** dovute alla «fusione» organizzativa delle società del gruppo, gestite dalla controllante americana senza un'ottica unitaria, con un rapporto quasi conflittuale;
- e) opportunità di **ridurre il capitale circolante** netto della **società**, con una attenta gestione dei flussi produttivi, così da azzerare l'indebitamento finanziario presente in azienda al momento dell'acquisizione.

Garanzie

«Due diligence»

Riduzione prezzi  
Pagamenti dilazionati

Elementi  
di investimento

Struttura organizzativa

Conseguenze della riorganizzazione

**GESTIONE DELLA PARTECIPAZIONE**

Atlantis interveniva sulla **struttura organizzativa**, predisponendo un organigramma unitario di gruppo e implementando una razionalizzazione dei costi grazie alla gestione integrata delle società del gruppo. Nell'ambito di tali interventi si rendeva necessaria anche la sostituzione dell'amministratore delegato. Gli effetti economici degli interventi effettuati non si sono fatti attendere, con un aumento sensibile della redditività. L'implementazione di sistemi di controllo e gestione del capitale circolante netto ha permesso alla società di ridurre, in meno di 12 mesi, il livello medio delle giacenze di magazzino, azzerando conseguentemente l'indebitamento finanziario netto.

Dopo il completamento della **riorganizzazione**, durata meno di 6 mesi, il Gruppo si è nuovamente concentrato sulla crescita, raggiungendo i seguenti risultati:

- **rinnovo** della **gamma prodotti principali** con risparmi sul costo di produzione del 10-20%;
- **estensione** della **gamma prodotti** offerta introducendo categorie adiacenti agli *heaters*, anche con il raggiungimento di accordi di collaborazione duraturi con fornitori selezionati;
- **riconquista** di alcuni **mercati geografici** precedentemente trascurati e incremento delle quote di mercato in quelli storici;
- **razionalizzazione** dell'**assetto produttivo** tra lo stabilimento italiano e quello polacco;
- **apertura** di un proprio **sito produttivo** in Cina.

La **congiuntura negativa** si è rivelata, secondo le aspettative, solo **temporanea** e, con sorpresa **positiva**, più corta del previsto. La società è uscita dal momento di crisi di mercato con un posizionamento competitivo di gran lunga più forte per l'evidente indebolimento dei concorrenti, penalizzati dalla loro maggiore rigidità in termini di costi. Di seguito sono evidenziati i dati degli ultimi esercizi.

**DATI MCS 2008-2010**

	2008		2009		2010	
	€'000	%	€'000	%	€'000	%
Fatturato	26.027	100%	24.111	100%	38.472	100%
EBITDA	2.894	11%	3.878	16%	7.210	19%
EBIT	2.214	9%	2.611	11%	5.657	15%
Utile netto	797	3%	1.942	8%	4.148	11%
Posizione fin. netta	(4.180)		1.830		6.218	

*N.B.: Sono rappresentati gli esercizi termici che terminano nel febbraio dell'anno successivo*

*Nel dicembre 2010 la società ha distribuito dividendi per € 2,9 mln*

## CESSIONE E RISULTATO DELL'OPERAZIONE

Negli ultimi mesi del 2010 Atlantis ha iniziato la procedura per la **cessione del gruppo** seguendo un processo d'asta competitivo non formalizzato. Dopo la nomina dell'advisor finanziario e la predisposizione della documentazione a supporto, nei primi mesi del 2011 sono iniziati gli incontri con i potenziali acquirenti. Sono stati valutati 72 contatti, sia italiani che esteri, di cui 7 hanno formulato un'offerta non vincolante. Le difficoltà registrate nel reperire il *leverage* finanziario hanno allungato i tempi per l'esecuzione dell'operazione che si è conclusa il 15 settembre 2011. Alla fine del processo di selezione e negoziazione, Mcs è stata ceduta ad Alcedo Sgr, gestore di fondi di *private equity* con sede a Treviso, per un corrispettivo (per il 100%) pari a € 32,2 milioni, post distribuzione di un dividendo di € 6,0 milioni. Atlantis ha conseguito dall'operazione, al netto dei costi di transazione e comprendendo il rimborso del finanziamento soci avvenuto a dicembre 2010, un *capital gain* netto di quasi € 26 milioni con un multiplo sull'investimento pari a oltre 4 volte e un ritorno annuo sull'investimento (Irr) dell'86%.

Oltre al fatto di aver riportato in Italia il controllo di una media impresa *leader* nel suo settore, il caso appare significativo, sia per i risultati ottenuti (oltre al notevole guadagno del fondo, la ristrutturazione e il rilancio dell'impresa), sia per le modalità e la tempistica con cui è stato portato a termine il processo.

Dall'acquisizione, sino alla successiva cessione, appare evidente l'attenzione alla creazione (rigenerazione) di valore che dimostra come, anche nei contesti di crisi degli ultimi anni, sia possibile portare a termine significative operazioni di risanamento.

## REGIONE D'EQUILIBRIO

L'impresa è un organismo dinamico e in continua evoluzione che **interagisce** con il **contesto ambientale** in cui è inserita, con l'obiettivo ultimo di perdurare nel tempo producendo ricchezza e valore per i propri portatori d'interesse (**stakeholder**).

Durante il **ciclo di vita** di un'impresa è possibile che a seguito di squilibri si manifestino delle situazioni di crisi, stadi intermedi che, se non gestiti tempestivamente e in modo corretto, possono portare al suo dissesto. La crisi, infatti, è un processo involutivo che si sviluppa in molteplici stadi di gravità crescente: inefficienze, perdite economiche, insolvenza e, infine, dissesto.

Il primo stadio si manifesta a causa di inefficienze dovute principalmente a **sprechi di risorse** e malfunzionamenti dei **processi produttivi**. Sebbene tali squilibri non siano ancora percepibili all'esterno, al perdurare di tali condizioni seguono solitamente delle perdite economiche (secondo stadio), segnale di crisi percepibile anche dall'esterno. Infatti, in questo frangente si assiste alla distruzione del valore accumulato dall'impresa e all'erosione delle riserve di capitale utilizzate per coprire i risultati negativi raggiunti. L'incremento dell'indebitamento per il ricorso a mezzi finanziari di terzi, l'aumento delle riserve di magazzino e il deterioramento dei flussi di cassa con il conseguente peggioramento della liquidità, sono le conseguenze

Cessione del gruppo

Rigenerazione

Interazione  
con l'ambiente esterno

Inefficienze

Prospettive economiche

Relazioni

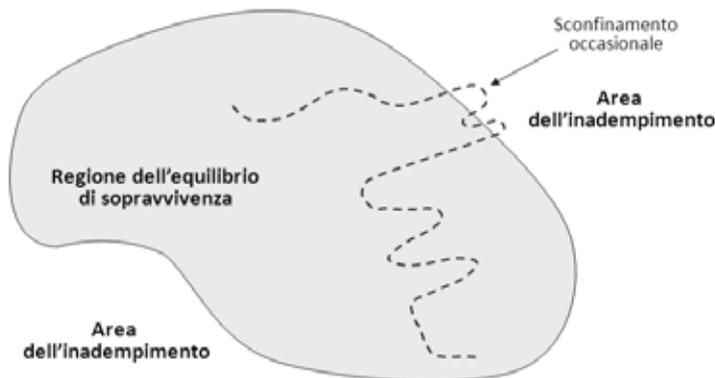
generate dalle perdite che avvicinano l'impresa allo stadio di insolvenza, ovvero al momento in cui non è più in grado, alla relativa scadenza, di far fronte alle proprie obbligazioni. In un circolo vizioso ormai avviato, a questa condizione segue la perdita di fiducia da parte degli istituti finanziari e, soprattutto, da parte degli *stakeholder* a cui fa seguito la maggiore difficoltà nel reperire nuovi mezzi finanziari e, di conseguenza, l'aumento del rischio di nuovi inadempimenti. Se, infine, le **prospettive economiche** e di mercato permangono negative, l'impresa è soggetta ad interventi giudiziali a cui può seguire il dissesto, condizione in cui il **sistema-azienda** si disgrega data l'incapacità permanente di coprire il totale delle passività con le proprie attività.

Data questa premessa emerge l'esigenza di **definire sotto quali condizioni un'impresa può definirsi in equilibrio e identificare**, di conseguenza, quali fattori generano gli squilibri e le inefficienze che possono portare alla crisi. Nell'analisi che segue saranno considerate solo le cause interne – ovvero riferite a connotati specifici delle singole realtà imprenditoriali – prescindendo da quelle **ambientali** che, sebbene ne influenzino le attività, sfuggono in genere al diretto **controllo dell'impresa**.

Ogni impresa può essere descritta da una serie di **relazioni** la cui importanza è largamente riconosciuta nella letteratura e nella pratica. Tali relazioni tratteggiano le diverse sfere della vita aziendale: dalla produzione in senso stretto (**relazioni tecniche**) alle risorse umane (**relazioni organiche**); dal piano degli investimenti e dai finanziamenti ricevuti (**relazioni finanziarie**) agli aspetti che vertono sui rapporti di valore come i prezzi (**relazioni economiche**).

Le quattro tipologie di relazioni citate concorrono a definire quella che chiameremo regione d'equilibrio, all'interno della quale si muove una realtà considerata sana. Da tale regione si sconfinava ogni volta che si assiste ad un inadempimento dell'impresa, anche se questo non comporta necessariamente l'immediata conclusione della vita del sistema (si veda schema sotto riportato). Ad ogni sconfinamento corrisponde il mancato soddisfacimento di uno o più requisiti posti dalle relazioni tecniche, organiche, finanziarie ed economiche che rappresentano i canoni che l'impresa deve soddisfare.

SCONFINAMENTO DALLA REGIONE D'EQUILIBRIO



In una fase iniziale, la fuoriuscita dalla regione di equilibrio ha solitamente carattere temporaneo, nel senso che l'impresa riesce a rientrarci, anche se a volte si generano catene di causa-effetto che allontanano il sentiero sempre più dalla regione di equilibrio fino al fallimento d'impresa. Chiaramente, la probabilità di sconfinamento diminuisce nell'area più interna ed è massima lungo i bordi.

## CONDIZIONI POSTE DALLE RELAZIONI TECNICHE

Il primo tipo di relazioni che caratterizzano l'impresa la descrivono nel suo aspetto più immediato, quello della **produzione**. Le relazioni tecniche riguardano, infatti, tutte le fasi che portano alla realizzazione di un bene o servizio: dalla fornitura di materie prime, alle consegne di prodotti, alle prestazioni di lavoro eseguite ecc.

Utilizzando un **apparato strumentale (macchinari)** che esegue in modo reiterato varie operazioni appartenenti ad un ciclo operativo, la produzione è in grado di trasformare una serie di materie prime in *output*, secondo determinati coefficienti di produzione, dipendenti dalla tecnologia adottata. Tali coefficienti esprimono la quantità di input necessario – sia esso una fornitura di materie prime o il tempo e le risorse necessarie per svolgere una prestazione – per ottenere un'unità di prodotto finito. L'eccedenza delle forniture e delle prestazioni di lavoro rispetto a quanto occorre per ottenere i prodotti finiti (o i semilavorati) si incorpora nelle scorte di materie, materiali e prodotti. Le decisioni inerenti il livello medio delle scorte spettano al management che le assume in funzione della stima della domanda effettiva e potenziale di un determinato bene/servizio.

Anche l'apparato strumentale possiede dei **coefficienti di produzione, dati** dalla **capacità produttiva** dell'**impianto** stesso, vale a dire dai **volumi di attività realizzabili** nell'**unità di tempo** (es. ore macchina, KW/h di potenza e così via). Come è noto, un impianto non viene utilizzato costantemente al massimo della sua capacità produttiva, ma il management effettua scelte strategiche circa il dimensionamento della capacità produttiva perseguendo obiettivi di economicità (minimizzare il costo unitario di produzione) massimizzando lo sfruttamento del sistema produttivo. Chiaramente, anche le decisioni sulla capacità produttiva sono guidate da fattori quali le previsioni del livello di domanda, la struttura annuale delle vendite, le opportunità di conseguire economie di scala, ecc.

Per **definire** le **condizioni di equilibrio** di un'**impresa** occorre definire il **livello virtuale** delle **scorte** e delle **capacità**. Per **livello virtuale** si intende la quantità risultante una volta dedotte le consegne già pianificate ma non ancora eseguite. Esso assumerà **valori positivi** o **nulli** se l'impresa adempie puntualmente a tutti gli impegni di consegna. Viceversa, valori di scorte negativi implicano il mancato rispetto di alcuni impegni di consegna con il conseguente sconfinamento dalla regione di equilibrio. Allo stesso modo, se è **negativo** il livello di capacità produttiva inutilizzata, non sarà possibile coprire gli impegni in quanto alcuni impianti sono stati erroneamente destinati allo svolgimento di operazioni a quel punto superflue. Un altro caso in cui si assiste allo sconfinamento è quello dovuto a ritardi o errori

Produzione

Descrizione  
dell'apparato strumentale

Coefficienti di produzione

Definizione  
di «livello virtuale»

di consegna. In quest'ultima eventualità, i prodotti consegnati e contestati alimentano scorte differenti da quelle idonee a soddisfare le aspettative dei clienti e i livelli virtuali delle scorte dei prodotti che dovevano essere consegnati scendono a livelli negativi.

**Suggerimento operativo:** affinché l'impresa si trovi nella regione d'equilibrio i livelli virtuali delle scorte e delle capacità produttive inutilizzate devono essere necessariamente positivi o, al limite, nulli.

### Organi d'impresa

## CONDIZIONI POSTE DALLE RELAZIONI ORGANICHE

Le **relazioni organiche** definiscono i **rapporti** fra i **soggetti chiamati ad agire in nome** e per **conto dell'impresa** e che la **rappresentano** verso i **terzi**. Tali soggetti, sia quelli legati da rapporti di lavoro subordinato sia lavoratori autonomi, compongono i vari organi d'impresa.

Gli **organi d'impresa** all'interno dell'**organizzazione aziendale** sono organizzati secondo un definito preordinamento, ossia l'organigramma, con la stratificazione in livelli di autorità e un elemento al vertice. Come conseguenza, esistono rapporti gerarchici fra unità appartenenti a livelli differenti e rapporti di coordinamento fra unità appartenenti al medesimo livello. La **stratificazione in livelli gerarchici** e il **coordinamento** fra **organi** – come, ad esempio, quello esistente fra divisioni, dipartimenti, filiali, reparti ecc. – rispondono a differenti gradi di accentramento e decentramento, nonché a criteri di specializzazione stabiliti dai vertici aziendali.

**Suggerimento operativo:** affinché l'assetto organizzativo aziendale funzioni senza inefficienze, non devono verificarsi situazioni in cui una decisione non possa essere presa per assenza del soggetto preposto (**vuoti di potere**) né, tantomeno, vi siano due organi appartenenti al medesimo livello gerarchico abilitati a dare disposizioni sulla medesima tematica (**conflitti di potere**).

### Assenza di conflitti di potere

Il secondo vincolo – assenza di conflitti di potere – comporta che non ci possano essere due organi abilitati a rappresentare l'impresa, e quindi a prendere decisioni, nello stesso caso. Naturalmente anche il conflitto di potere rappresenta un vincolo e si manifesta quando due organi si disputano la prerogativa di decidere, il vuoto di potere che ne scaturisce si protrae fino a quando il conflitto non viene risolto (solitamente da un organo gerarchicamente superiore) a favore dell'uno o dell'altro contendente.

Ovviamente, sia le modalità adottate per far fronte ai vuoti di potere, sia quelle con cui vengono risolti i conflitti, hanno ripercussioni sul prolungamento della vita d'impresa, nel senso in cui tali carenze e contrasti diventano troppo frequenti, si producono effetti destabilizzanti che portano a scon-

finamenti dalla regione d'equilibrio.

Oltre ai vincoli esaminati, va considerato che l'esecuzione di una prestazione di lavoro implica che colui che la esegue possieda determinati requisiti: tratti tipici della personalità (intelligenza e carattere), un certo grado di istruzione, una data esperienza lavorativa ecc. Esistono, infatti, due tipologie di profili: uno individuale (espressione delle caratteristiche effettivamente possedute dal lavoratore) e uno professionale, formato dai requisiti richiesti per svolgere le singole prestazioni.

**Suggerimento operativo:** ciò posto, le condizioni di equilibrio impongono il rispetto del **principio di congruenza professionale**, secondo il quale deve esserci conformità fra **profilo professionale** e **profilo individuale**. Tale principio comporta che per ogni membro dell'organico la distanza fra i due profili debba essere minore di una soglia considerata tollerabile. Il mancato rispetto di questa condizione genera ripercussioni sulle attività d'impresa.

Infatti, se il **profilo individuale è carente** rispetto a quello **professionale**, la prestazione non sarà eseguita a dovere e, di conseguenza, si avrà uno **sconfinamento** dalla **regione d'equilibrio**, dovuto al mancato rispetto di qualche aspettativa di scambio. In questo caso, per eliminare la causa che genera inadempimenti occorre che il lavoratore venga addestrato (intervendo sul suo profilo individuale) o, in alternativa, che la prestazione venga assegnata ad un altro lavoratore. Il trasferimento, la dequalificazione o il licenziamento sono interventi ammissibili ma estremi, ai quali si ricorre solo in caso di gravi mancanze individuali.

Allo stesso modo, un eccesso di **qualità psichiche**, di **istruzione** e di **abilità** non è senza effetti, perché è naturale che il lavoratore aspiri a veder valorizzate le proprie attitudini. Nel lungo periodo lo svolgimento di mansioni di difficoltà inferiore a quelle che il lavoratore sarebbe in grado di svolgere genera ripercussioni negative sulla motivazione e sono frequenti i casi in cui un lavoratore deluso e scontento, decide di dimettersi dall'incarico.

## CONDIZIONI POSTE DALLE RELAZIONI FINANZIARIE

Le **relazioni finanziarie possono essere considerate** da due angoli visuali distinti: i **finanziamenti** e gli **investimenti**. Ciascuna di queste componenti è caratterizzata da due dimensioni: una esprime il valore della componente, l'altra è una misura del tempo.

Nel caso dei finanziamenti la dimensione temporale indica il **ciclo di rimborso**, ossia il periodo in cui le anticipazioni, prima di essere rimborsate, restano a disposizione dell'impresa. Per gli investimenti, la stessa dimensione indica il **ciclo di rientro**, ossia il periodo necessario per consentirne la trasformazione o il recupero in forma liquida.

Rispetto al valore, i finanziamenti possono essere distinti sulla base dell'aleatorietà nella predeterminazione. I finanziamenti il cui valore è predeterminato contrattualmente – così come è stabilito a priori il rimborso a scadenze

Profilo individuale  
e professionale

Finanziamenti  
e investimenti

Ciclo di rimborso  
e di rientro

determinate – sono anticipati con **vincolo di debito**. Diversamente i finanziamenti che rimangono illimitatamente indisponibili per l'impresa e il cui valore evolve nel corso del tempo (secondo il valore residuale attribuibile, dedotti i debiti) sono anticipati con **vincolo di capitale** e **formano il capitale di rischio**. Nella redazione del bilancio gli investimenti sono contabilizzati nelle attività dello stato patrimoniale, i finanziamenti e il patrimonio netto sono rappresentati nelle passività. Se l'impresa non ha debiti e non realizza né utili né perdite, vale l'uguaglianza:  $I(t) = F(t)$ .

**Suggerimento operativo:** ai fini della persistenza nella regione d'equilibrio occorre che i finanziamenti e gli investimenti siano adeguati a consentire il regolare adempimento delle obbligazioni assunte dall'impresa e, in particolare, il puntuale rimborso dei finanziamenti ricevuti con vincolo di debito. In altre parole, i finanziamenti non scaduti e ancora in atto alla data  $t$  devono risultare sufficienti a coprire la somma di tutti gli investimenti realizzati dall'impresa.

La causa immediata delle difficoltà ad adempiere va identificata in un intervallo di tempo non eccessivamente lungo in cui, per qualche perturbazione, l'impresa non è in grado di ricostituire tramite l'accensione di nuovi finanziamenti quelli in scadenza.

Se tale condizione non è rispettata il rientro nella regione d'equilibrio non è privo di conseguenze: infatti, l'impresa si espone alle azioni esecutive dei creditori insoddisfatti. Il reiterato sconfinamento agisce da ostacolo per l'acquisizione di nuovi finanziamenti; ciò aumenta la probabilità di nuovi inadempimenti e dà quindi luogo a condizioni che conducono ad ulteriori e più gravi allontanamenti dalla regione d'equilibrio.

### CONDIZIONI POSTE DALLE RELAZIONI ECONOMICHE

#### Prezzi

Nessuna delle relazioni fin qui esaminate verte sui rapporti di valore e, più esplicitamente, sui **prezzi**. Le relazioni economiche intercorrono fra i prezzi costo pagati dall'impresa alle proprie controparti e i *prezzi ricavo* corrisposti dai terzi a favore dell'impresa.

I ricavi e i costi determinano le variazioni di conto economico che vengono registrate, nell'intervallo di tempo considerato, nella rappresentazione contabile. Nella misura in cui è possibile valutare quanta parte dei costi è utilizzata in un certo periodo per conseguire i ricavi del periodo stesso, è possibile ricavare secondo il principio di competenza il reddito di periodo come differenza fra ricavi e costi inerenti, cui si aggiunge il valore attribuito alle rimanenze, all'inizio e alla fine del periodo considerato.

**Suggerimento operativo:** al fine di garantire la sopravvivenza d'impresa il reddito non solo deve assumere un valore positivo, ma al netto delle imposte deve essere in grado di remunerare tutti i finanziatori, sia quelli con vincolo di credito che di capitale (si veda Zappa in *Il reddito d'impresa*, Milano, 1950).

Appare scontato precisare che il prolungamento sarà realizzabile con un grado di sicurezza tanto maggiore quanto maggiore è l'eccedenza del **flusso reddituale netto** rispetto al livello minimo necessario a retribuire i finanziatori con vincolo di capitale. L'eccedenza può infatti essere utilizzata per rendere più sicura la reiterata stipulazione dei rapporti che prolungano la vita aziendale (es. diminuzione dei prezzi ricavo con l'obiettivo di guadagnare quote di mercato rispetto ai concorrenti).

Inoltre, se il flusso reddituale netto supera la retribuzione attesa dai titolari del capitale di rischio, l'equilibrio di sopravvivenza è stabile rispetto agli sconfinamenti tecnici ed organici. Infatti, nella peggiore delle ipotesi, gli sconfinamenti implicano il rientro forzoso nella regione di equilibrio per mezzo di esecuzioni coattive con oneri via via crescenti, comunque sostenibili fintanto che la disuguaglianza resta verificata.

Per completezza, va precisato che un'impresa non deve necessariamente avere reddito sempre positivo. Nel caso in cui alla fine del periodo si generi una perdita, essa può essere finanziariamente supportata attraverso la riduzione degli investimenti o l'aumento dei finanziamenti.

Flusso reddituale  
netto

## CRISI D'IMPRESA

Ogni volta che a causa di inefficienze o perturbazioni esogene non sono rispettate le condizioni poste dalle relazioni tecniche, organiche ed economiche (vedi sotto), si generano sconfinamenti dalla regione d'equilibrio.

Condizioni  
per l'equilibrio

### CONDIZIONI PER L'EQUILIBRIO

#### Relazioni tecniche

- Livelli virtuali delle scorte e delle capacità sempre non negativi

#### Relazioni organiche

- Assenza di vuoti di potere
- Assenza di conflitti di potere
- Congruenza professionale

#### Relazioni finanziarie

- Finanziamenti non scaduti sufficienti a coprire la somma di tutti gli investimenti realizzati dall'impresa

#### Relazioni economiche

- Reddito al netto delle imposte in grado di remunerare tutti i finanziatori

Ovviamente, un singolo inadempimento non comporta necessariamente **conseguenze irreparabili** per l'**impresa**, specie se essa è solitamente adempiente ed è stata indotta a sconfinare da eventi di non grave entità. In questi casi non sussistono gravi difficoltà a rientrare nella regione di equilibrio, sebbene anche il singolo inadempimento non sia in realtà privo di conseguenze. Infatti, ogni violazione dei vincoli, equivale o porta ad un inadempimento, cui seguono sanzioni, ovviamente più onerose. A questi

Conseguenze

aggravi, specie se gli inadempimenti sono reiterati, può essere associata anche una repentina contrazione delle possibilità di stipulare ulteriori contratti di copertura.

In altre parole, i tentativi volti a ristabilire l'equilibrio, si scontrano con ostacoli e difficoltà tanto maggiori, quanto più grave è la perturbazione che li rende necessari fintanto che i ripetuti allontanamenti dalla regione d'equilibrio e i danni subiti tendono ad innalzare la probabilità di attivazione della catena di causa-effetto che produce altre e più gravi inadempienze.

In un primo tempo la perdita può essere assorbita da riduzioni degli investimenti o, in alternativa, dalla crescita di alcuni finanziamenti (ad esempio, si possono rinviare i rinnovi degli impianti o aumentare i fondi come il fondo delle indennità di fine rapporto). Tuttavia, tali provvedimenti, potenzialmente validi nel breve periodo, possono aggravare ulteriormente le perdite. Infatti, se nel tempo continuano ad esserci flussi di reddito negativi si assiste alla contrazione degli investimenti più liquidi oppure alla dilatazione dei finanziamenti a breve termine. A questo punto il grado di stabilità finanziaria scende inevitabilmente a livelli sempre più bassi fino a giungere al punto in cui un'ulteriore contrazione del credito provoca lo stato di dissesto, ovvero l'inadempimento sistematico agli impegni di rimborso. Questa sequenza di avvenimenti è il **meccanismo distruttivo** dell'impresa che ha origine economica ed epilogo finanziario.

### Stato di crisi

In questo contesto, lo **stato di crisi** – che può essere latente o effettivo – è la fase intermedia tra gli sconfinamenti dalla regione d'equilibrio e lo stato di dissesto.

Lo stato di crisi latente consiste nella incapacità della struttura d'impresa – costituita dalle stabili leggi dinamiche tecniche, patrimoniali ed organiche – a fronteggiare le tendenze ambientali irreversibili, ossia il graduale depauperamento delle possibilità di reddito associate ad una specifica configurazione delle posizioni di mercato e dei metodi di produzione. Tale incapacità può essere dovuta ad una carenza originaria di risorse finanziarie rispetto alle iniziative assunte dall'organico, oppure, come più spesso accade, ad una carenza di capacità del management rispetto alle esigenze di ammodernamento, che possono prevedere il rinnovo dei prodotti e dei metodi in armonia con l'evoluzione del settore di appartenenza o l'uscita dal proprio settore quando esso risulti irrimediabilmente in declino.

### Evoluzione della crisi

La **crisi** passa dallo **stato latente** a quello **effettivo** quando il grado di utilizzazione delle componenti rigide scende stabilmente sotto il minimo necessario alla copertura dei costi di struttura, oppure quando l'originaria carenza di fondi spinge ripetutamente a finanziamenti di emergenza a costi crescenti, se non addirittura ad inadempimenti finanziari.

## PROPOSTA DI SOLUZIONI

### Cultura della crisi

Come si è detto, il caso presentato e la riflessione teorica vogliono contribuire a fornire all'imprenditore una serie di utili **spunti di riflessione** per **sviluppare** una **corretta attenzione** alle **situazioni di crisi (cultura della crisi)**, per consentire di affrontarla correttamente quando dovesse manifestarsi.

## PROPOSTE DI SOLUZIONE

- 1) La prima riflessione è che, purtroppo, **le crisi devono essere considerati eventi normali nel ciclo di vita dell'impresa**. Cali delle quote di mercato, inadeguatezza dei prodotti, inefficienze e rigidità produttive, conflitti di interesse tra il management e la proprietà, diminuzione della redditività aziendale, indebitamento troppo elevato, risultati economici negativi sono i principali segnali di una situazione di difficoltà aziendale. Le aziende, inserite in un contesto ambientale sempre più complesso, sono organismi in continua evoluzione la cui crisi può derivare da una pluralità di cause, sia di origine interna che di origine esterna.
- 2) Per affrontare tempestivamente la crisi le imprese **devono sviluppare una corretta cultura della crisi** per cercare di prevenirla ma anche per adottare strategie in grado di invertire la «rotta» e di creare nuove opportunità di sviluppo, in quanto lo stato patologico non deve più essere visto solo come un evento traumatico ma anche come un momento di cambiamento decisivo per la vitalità e la sopravvivenza dell'impresa stessa.
- 3) Come per le malattie umane, la previsione è fondamentale. Un famoso manager italiano, Franco Tatò soleva dire che le ristrutturazioni vanno fatte quando l'azienda non ne ha veramente bisogno. Nell'attuale contesto economico-finanziario, sempre più complesso e globale, la prevedibilità della crisi è messa in discussione dall'incertezza e dall'elevata variabilità dell'ambiente in cui le aziende si trovano a dover operare. La complessa interpretazione delle cause e dei sintomi di crisi rende necessarie attività di identificazione, di riconoscimento e di interpretazione dei possibili indizi, al fine di implementare un adeguato processo di diagnosi e successivamente pianificare una strategia di risanamento opportuna.
- 4) Un costante monitoraggio, un efficiente controllo di gestione e un attento esame degli indicatori di bilancio maggiormente significativi consentono al management di individuare possibili situazioni di declino. Se si definisce lo stato di salute aziendale come la situazione in cui sussistono contemporaneamente le quattro fondamentali condizioni di equilibrio ricordate (tecnico, organizzativo, economico e finanziario), un'efficiente ed efficace analisi di bilancio dovrebbe saper cogliere, con ragionevole anticipo, i sintomi di eventuali disequilibri.

A tal proposito, dal punto di vista operativo uno strumento pratico è lo schema-guida «*Indici di bilancio quali indicatori della crisi*» elaborato già da qualche anno da P. Bastia (si veda tabella a pag. seg.).

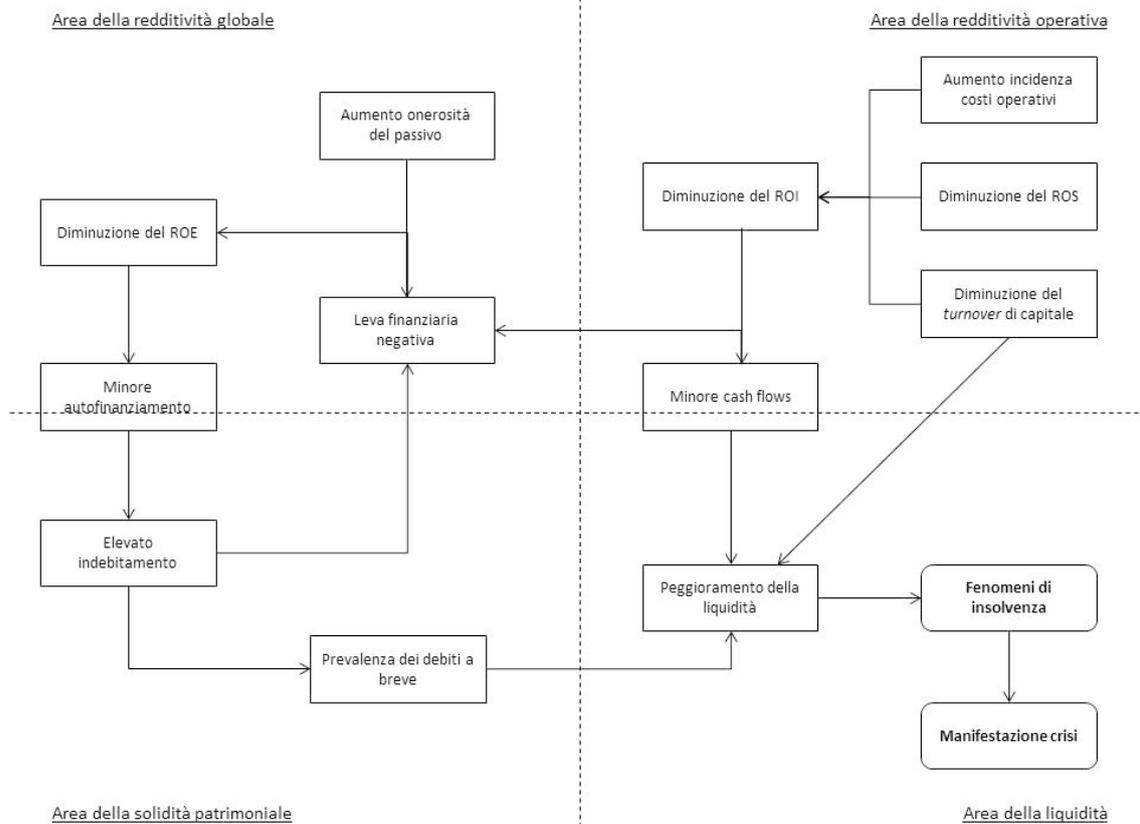
Il modello consente di individuare gli indizi dell'insorgere dei fenomeni di crisi partendo dallo studio dell'area della **redditività operativa**. L'aumento dei **costi operativi** (costi dei fattori di produzione, del lavoro e delle spese amministrative), la **diminuzione** del **Ros** e del **turnover** del **capitale**, comportano la **diminuzione** della **redditività** del **capitale investito** (Roi).

Tale diminuzione, sommata al decremento della **redditività** delle **vendite** (**Ros**), impatta negativamente sulla **struttura finanziaria** con un peggioramento del **cashflow** e, quindi, della **liquidità**. L'impresa che presenta una situazione caratterizzata da carenza di liquidità e dall'impossibilità di apportare nuove risorse attraverso l'autofinanziamento, si trova a fronteggiare i propri fabbisogni attraverso l'indebitamento.

Calcolo  
della redditività operativa

Ros e liquidità

INDICI DI BILANCIO QUALI INDICATORI DELLA CRISI



Fonte: P. Bastia, 1996

Roe

L'aumento del livello del capitale di debito oneroso e del relativo costo finanziario determinano una diminuzione della **redditività del capitale proprio (Roe)**, prevalentemente attraverso una leva finanziaria negativa, che si manifesta nel caso di tassi medi maggiori rispetto ai rendimenti degli investimenti.

A loro volta le disfunzioni originate nell'area della **redditività globale**, impatteranno negativamente sulla **struttura patrimoniale**, creando le condizioni per un ulteriore peggioramento della solvibilità aziendale. Si innesca, quindi, un circolo vizioso che si palesa, anche all'esterno dell'impresa, con l'ingresso nello **stadio dell'insolvenza**.

Questo modello di analisi presenta il pregio della semplicità poiché fa riferimento a normali indici di bilancio che buona parte delle aziende già calcola abitualmente. La differenza sta in una più attenta lettura che non si limiti a fotografare il passato ma individui nei sintomi le tracce di un possibile peggioramento futuro, in tempo comunque per poter intervenire in maniera efficace.