



Piano finanziario e valutazione dell'azienda in ipotesi di continuità operativa e di liquidazione

Luca Erzegovesi - Flavio Aldrighetti

Università degli Studi di Trento

29 febbraio 2008

Facoltà di Economia

<http://smefin.net>



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI TRENTO

Dipartimento di Informatica
e Studi Aziendali

Sommario

- **La crisi d'impresa: una lettura in chiave gestionale**
 - Condizioni di equilibrio gestionale e parametri di controllo
 - Lo stato di crisi: profili industriali e finanziari
 - La rivelazione tempestiva dello stato di crisi: *trade-off*
 - I contenuti dell'azione di risanamento
 - Una decisione cruciale: risanamento o liquidazione?
- **Un esempio di applicazione: l'impresa ALFA**
 - Valutazione dei profili di convenienza del risanamento
 - Valore dell'impresa in caso di liquidazione e distribuzione tra i creditori
 - La pianificazione del risanamento
- **Riepilogo: il *framework* per la valutazione finanziaria delle crisi**

L'equilibrio gestionale dell'impresa

➤ Per creare valore l'impresa deve riuscire a mantenersi in condizioni di *equilibrio gestionale*:

■ **Equilibrio economico**

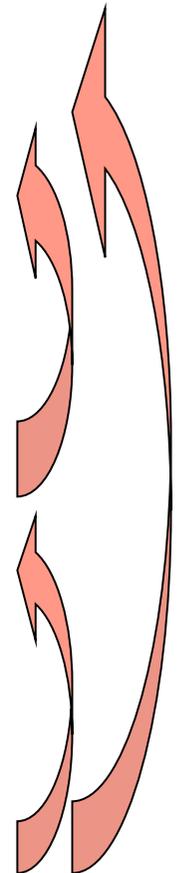
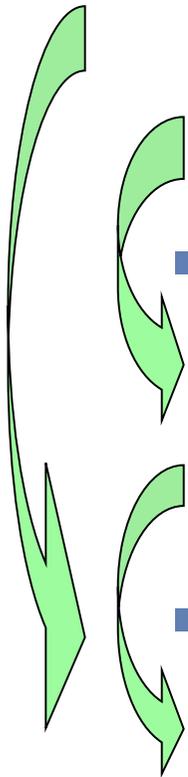
- Risultato netto di esercizio mediamente positivo (utile) e in linea con i livelli di remunerazione attesa dai portatori di capitale di rischio (patrimonio netto)
→ *la gestione operativa deve essere in grado di remunerare adeguatamente tutti i fattori produttivi e i rischi sostenuti dai finanziatori (creditori e proprietari)*

■ **Equilibrio finanziario**

- Capacità di far fronte in via continuativa e in modo puntuale alle uscite di cassa connesse alla gestione operativa e finanziaria
→ *coerenza prospettica tra l'ammontare dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa e il (i) fabbisogno richiesto dalla crescita degli investimenti e (ii) quello richiesto dalle esigenze di rimborso e remunerazione dei finanziatori*

■ **Equilibrio patrimoniale**

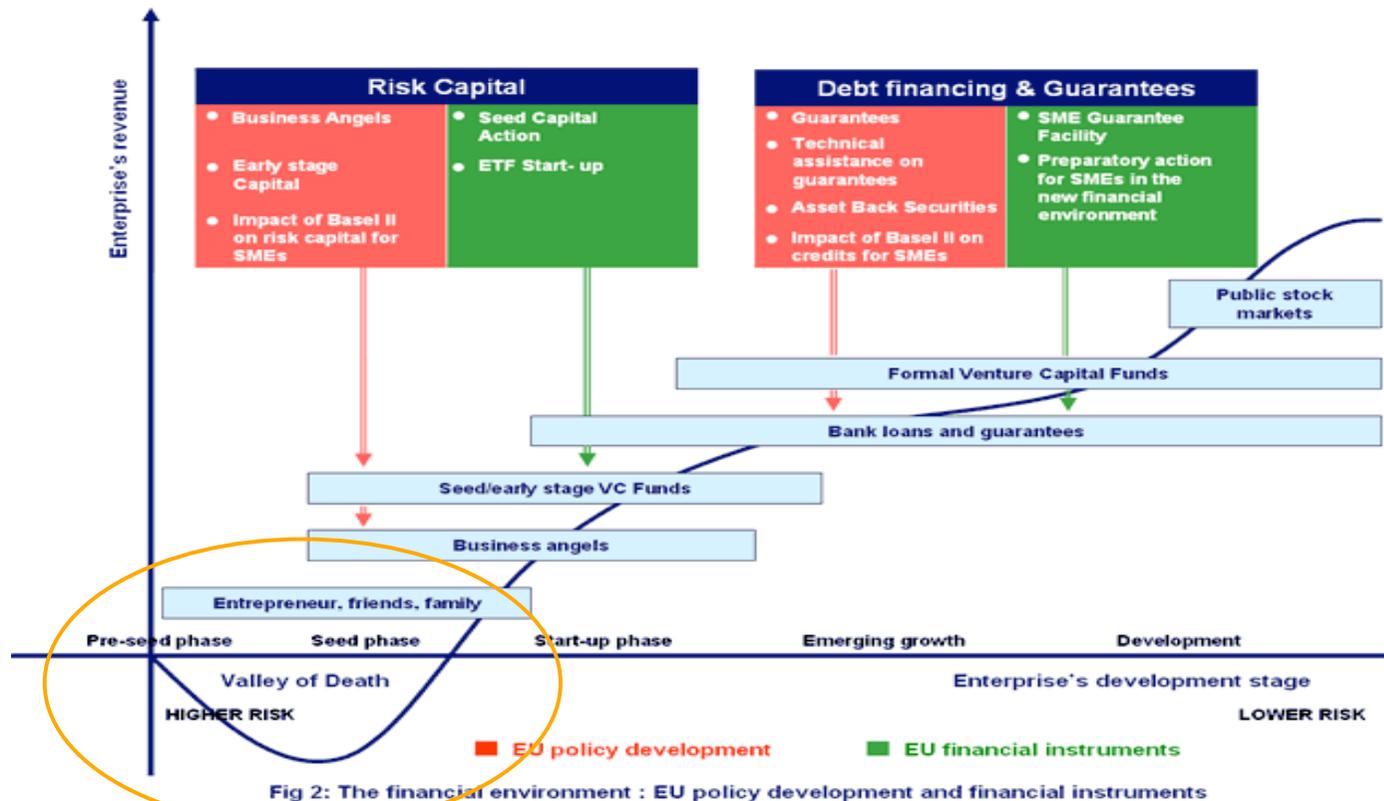
- struttura finanziaria equilibrata → *Utilizzo controllato della leva finanziaria*
- Coerenza tra la struttura delle passività (forme tecniche di finanziamento) e le caratteristiche dell'attivo → *marginale di struttura positivo*



Condizioni di equilibrio gestionale e ciclo di vita dell'impresa

➤ Le leve dell'equilibrio gestionale

- Corretta impostazione della **gestione operativa** (*commerciale e produttiva*)
- Corretta impostazione della **gestione finanziaria**
 - Funzionale rispetto agli obiettivi della gestione operativa



Indicatori dello “stato di salute” dell’impresa

Indicatore	Soglia di allarme (valori indicativi)	
EBIT / OF <i>Reddito operativo/oneri finanziari netti</i>	< 2	Allarme
	= 1	Pericolo di insolvenza
	Parametri di controllo: <ul style="list-style-type: none"> • caratteristiche del ROI (misura e volatilità) • valore di r_d (approssimato dal rapporto OF/D) 	
EBITDA / OF <i>Margine operativo lordo (MOL) / oneri finanziari netti</i>	< 3	Allarme
	= 2	Pericolo di insolvenza
	Parametri di controllo <ul style="list-style-type: none"> • caratteristiche del ROI (misura e volatilità) • valore di r_d (approssimato dal rapporto OF/D) • politiche degli investimenti (I) • dinamica del capitale circolante operativo netto (CCON) 	
LEVERAGE <i>Attivo/ Capitale proprio</i>	> 5	
ROI <i>Reddito operativo/Attività operative nette</i>	<u>basso</u> e/o <u>molto variabile</u> in presenza di r_d elevato	
r_d <i>costo medio del debito</i>	<u>elevato</u> in presenza di ROI basso e/o molto variabile	

Fonte: Lucia Poletti – Smefin draft paper

La crisi di origine industriale

- **Bassa redditività operativa**

Indicatore	Segnale di pericolo
EBIT <i>Reddito operativo</i>	Basso e/o negativo Molto variabile
ROS <i>Reddito operativo/Fatturato</i>	Basso in relazione al settore o decescente
ROI <i>Reddito operativo/Attività operative nette</i>	Basso e/o negativo Molto variabile
Turnover <i>Fatturato/Attività operative nette</i>	Basso in relazione al settore o decescente
Tasso di sviluppo delle vendite	Basso in relazione al settore o decescente
Produttività dei dipendenti	Bassa o decrescente

Fonte: Lucia Poletti – Smefin draft paper

La crisi di origine finanziaria

- Alta incidenza degli oneri finanziari e della leva finanziaria**

Indicatore	Segnale di pericolo	
CCON <i>Capitale circolante operativo netto</i>	Elevato e crescente (per difficoltà di vendita, crediti inesigibili e sopravvalutazione del magazzino)	
Giorni clienti	Alti	Ciclo commerciale Lungo
Giorni fornitori	Bassi	
Giorni magazzino	Alti	
Leverage <i>Attivo/ Capitale proprio</i>	> 5	
Incidenza del debito finanziario <i>Posizione finanziaria netta/totale attivo</i>	> 35%	
r_d <i>costo medio del debito</i>	Alto	
$\Delta I / I =$ <i>tasso di investimento</i> <i>ROE (1-%dividendi) = tasso di autofinanziamento</i>	$\Delta I / I > ROE (1-d)$ → aumento del grado di indebitamento	

Fonte: Lucia Poletti – SMEfin draft paper

Elementi ricorrenti nelle crisi delle PMI (1)

- **Redditività operativa insufficiente**

- *Errori in fase di pianificazione e capital budgeting*

→ nella maggior parte dei casi significa: alta qualità del prodotto/ servizio ma...

- *Errori nella scelta dei canali distributivi → si privilegiano canali costosi che generano bassi volumi*
- *Perdita di opportunità di investimento dovute a politiche di tesoreria prudentiali*
- *Nel “fare i listini” non vengono correttamente imputate voci di costo figurative che invece devono essere considerate:*
 - *Remunerazione del socio titolare per il lavoro prestato nell'impresa*
 - *Remunerazione del capitale di rischio (costo dell'equity, r_e)*

Elementi ricorrenti nelle crisi delle PMI (2)

- **Elevata incidenza degli oneri finanziari**

- *Leva finanziaria fuori controllo a causa di errate “politiche di dividendo”*

- *I prelievi dei titolari, che costituiscono flussi di cassa corrisposti alla proprietà, vengono mantenuti elevati anche in presenza di:*

- *un livello di redditività operativa inadeguata: viene drenata liquidità che l'impresa non è in grado di generare*

- *un elevato fabbisogno finanziario incrementale: la crescita del fatturato assorbe liquidità a fronte di:*

- (a) **esborsi per nuovi investimenti** (flusso di cassa da investimenti negativo)*

- (b) **incremento del capitale circolante operativo corrente (CCON):** a fronte di un reddito operativo positivo il FCOC può essere negativo a causa di un aumento del CCON*

- *Una situazione del genere **non è sostenibile!***

- *L'impresa spesso beneficia di una estensione delle linee di credito a fronte del rilascio di garanzie ipotecarie su beni personali dell'imprenditore o dei suoi familiari*

Queste politiche determinano un incremento della probabilità di insolvenza (PD) del debitore ma proteggono la banca dalle perdite (% di perdita in caso di insolvenza, LGD, =0)

Rivelare lo stato di crisi: costi e benefici

- **Quanto più tempestiva è la reazione dell'imprenditore, tanto più essa risulterà:**
 - Efficace
 - Poco costosa
- **La rivelazione dello stato di crisi può esporre l'impresa ai “*costi indiretti del fallimento*”**
 - *Perdita di valore delle attività di impresa*
 - **Perdita di fiducia dei clienti → *calo del fatturato***
 - l'impresa sarà tanto più esposta a questo rischio quanto più è rilevante il contenuto di servizio o di assistenza post vendita
 - **Perdita di fiducia dei fornitori → *pagamento alla consegna***
 - aumento del CCON
 - **Perdita di fiducia dei finanziatori → *razionamento di capitale***
 - impossibilità di reperire finanziamenti per nuovi progetti di investimento a VAN positivo

Il percorso di risanamento “finanziario”

- **Obiettivo: ridurre l’incidenza del debito e ottimizzarne la composizione**

Fasi dell’azione di risanamento finanziario	Cause degli squilibri	Obiettivo dell’azione di risanamento
1) Compressione del fabbisogno finanziario	Problemi legati: <ul style="list-style-type: none">- alla gestione del capitale circolante;- alla gestione del capitale fisso e alle politiche di investimento	Verificare l’esistenza di spazi per ridurre il fabbisogno finanziario
2) Riequilibrio della struttura finanziaria	Eccessivo grado di indebitamento	Ridurre il grado di indebitamento ad un livello giudicato sostenibile in base alle caratteristiche del reddito operativo

Il percorso di risanamento “industriale”

- **Obiettivo: recupero della redditività operativa**

- *Strategia: dipende dalla natura e dalla gravità della crisi*

Causa		Fasi dell'azione di risanamento	
		<i>Profilo industriale</i>	<i>Profilo finanziario</i>
a)	Crescita del fatturato Contrazione dei margini	Razionalizzazione della struttura produttiva/distributiva Innovazione di processo	1) Controllo del fabbisogno finanziario 2) Politiche di copertura sostenibili
b)	Calo del fatturato	Nuovi mercati/canali distributivi Riprogettare il <i>marketing-mix</i> Innovazione di prodotto	

Il risanamento finanziario: il fabbisogno per CCON

- **FASE 1: compressione del fabbisogno finanziario della gestione del CCON**

L'area del capitale circolante operativo netto (CCON)	
Azione	Contenuto ed effetti
<i>Riduzione dei giorni di credito ai clienti</i>	Incasso dei crediti in tempi più brevi Stipula di contratti pluriennali con i principali clienti Risorse e personale adeguato per gestire i solleciti
<i>Riduzione dei giorni magazzino</i>	Riorganizzazione complessiva del processo produttivo/ distributivo → riduzione dei giorni di giacenza
<i>Aumento dei giorni fornitori</i>	Rinegoziazione delle condizioni di pagamento Stipula di contratti pluriennali con i fornitori strategici

- Modellare gli effetti delle politiche di risanamento sui flussi di cassa previsionali e sul reddito operativo

Il risanamento finanziario: il fabbisogno da investimenti

- **FASE 1: compressione del fabbisogno finanziario da investimenti**

L'area degli investimenti	
Azione	Contenuto ed effetti
<i>Cessione di asset e rami d'azienda non strategici</i>	Cedere gli <i>asset</i> che non generano valore e che non hanno un ruolo strategico per l'attività
<i>Spin off immobiliari</i>	Cessione a valore di mercato di una parte del patrimonio immobiliare ad un soggetto specializzato e di riprendere il bene in locazione operativa o finanziaria (<i>leasback</i>)
<i>Acquisizione di beni strumentali in locazione operativa</i>	Viene limitato l'impatto finanziario dell'acquisizione dei beni necessari all'attività produttiva I canoni includono una componente di costo finanziario Vantaggi derivanti dalla semplificazione della gestione del bene
<i>Esternalizzazione di fasi del processo produttivo</i>	Ricorso all' <i>outsourcing</i> o alla delocalizzazione per razionalizzare la struttura dei costi

Il risanamento finanziario: le politiche di copertura

- **FASE 2: riequilibrio della struttura finanziaria**

Azione	Contenuto ed effetti
Conversione del debito in capitale (<i>debt-equity swap</i>)	Ingresso del creditore nella compagine sociale Liberazione dall'obbligo di pagamento delle quote capitale e delle quote interesse
Aumenti di capitale	Apporto di nuova finanza da parte dei vecchi soci o da parte di nuovi <i>partner</i> industriali e finanziari
Ristrutturazione del debito esistente	La parte di debito non convertibile in <i>equity</i> viene rinegoziata in modo da posticipare nel tempo gli esborsi e legarne l'entità alle prospettive di risanamento
<i>Mezzanine finance</i>	Forme di finanziamento che prevedono il rimborso del capitale a scadenza e in via subordinata con una componente di costo legata all'andamento dei redditi e del valore dell'azienda (<i>equity kicker</i>)

- **La scelta fondamentale è definire il livello ottimale di leva finanziaria**
- Profilo di remunerazione dei capitali → *sostenibilità del servizio del debito*
- *Corporate governance*: problemi di controllo

Una decisione cruciale: risanamento o liquidazione?

➤ **Conviene risanare dell'impresa o è preferibile la sua liquidazione?**

■ *Valutazione della convenienza tra:*

A) una o più soluzioni liquidatorie

B) uno o più percorsi di risanamento

Liquidazione	Risanamento
Liquidazione ordinaria	Piano di risanamento attestato ex art. 67 c.2 lett. d) LF
Concordato preventivo (liquidatorio)	Accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182bis LF
Fallimento con concordato fallimentare	Concordato preventivo (di risanamento)
Fallimento senza concordato fallimentare	Altri accordi o piani di risanamento stragiudiziali

Il valore come criterio decisionale

➤ *Il valore minimo: il valore di liquidazione, VL*

- VL_e Valore del patrimonio netto (*equity*)
- VL_d Valore del debito per ogni creditore o classe omogenea di creditori

		VL_a Valore dell'impresa					
Tipo liquidazione	VL_e	VL_d					
		VL_d spese giustizia		VL_d privilegiati		VL_d chirografari	
		VL_{d1} pred	VL_{dn} pred	VL_{d1} priv	VL_{dn} priv	VL_{d1} chir	VL_{dn} chir
Liquidazione ordinaria		--	--				
Concordato preventivo							
Fallimento							

- Somme recuperate da revocatoria fallimentare
- Attività e passività personali dell'imprenditore individuale o socio illimitatamente responsabile

Il valore come criterio decisionale

Tipo risanamento	VR _a Valore dell'impresa					
	VR _e	VR _e nuovo equity	VR _d			
			VR _d spese gius	VR _d priv	VR _d chir	VR _d nuova finanza
<i>Piano di risanamento</i>			--			
<i>Accordo di ristrutturazione</i>						
<i>Concordato preventivo</i>						

■ Gli azionisti

- *VECCHI*: preferiscono la soluzione che massimizza $V_e \rightarrow [\max VR_e; VL_e]$
- *NUOVI*: richiedono ritorni sul capitale investito adeguati al rischio assunto

■ I creditori

- *VECCHI*: preferiscono la soluzione che massimizza V_d , cioè che minimizza il sacrificio economico $\rightarrow [\max VR_d; VL_d]$
- *NUOVI* (nuova finanza): richiedono adeguati rendimenti e garanzie sui nuovi finanziamenti

Se la nuova finanza è apportata da un vecchio creditore l'operazione può avere l'obiettivo di consentire il recupero del vecchio credito a costo di sacrificare il rendimento sulla nuova finanza

Sommario

- **La crisi d'impresa: una lettura in chiave gestionale**

- Condizioni di equilibrio gestionale e parametri di controllo
- Lo stato di crisi: profili industriali e finanziari
- La rivelazione tempestiva dello stato di crisi: *trade-off*
- I contenuti dell'azione di risanamento
- Una decisione cruciale: risanamento o liquidazione?

- **Un esempio di applicazione: l'impresa ALFA**

- Valutazione dei profili di convenienza del risanamento
- Valore dell'impresa in caso di liquidazione e distribuzione tra i creditori
- La pianificazione del risanamento

- **Riepilogo: il *framework* per la valutazione finanziaria delle crisi**

Un esempio: l'impresa ALFA snc

Il conto economico

		2003	2004	2005	2006	2007
A - Ricavi delle vendite e delle prestazioni		394.461	377.144	448.715	794.236	1.172.392
B - COSTI VARIABILI	Acquisti di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(226.573)	(197.541)	(218.815)	(619.453)	(868.644)
	Acquisti di servizi	(45.074)	(35.163)	(52.173)	(68.818)	(123.494)
	Costi per godimento di beni di terzi	(13.308)	(14.176)	(12.607)	(10.219)	(25.615)
	Costi del personale variabile (manodopera diretta)	(85.980)	(92.060)	(102.908)	(95.801)	(87.545)
	- Variazione delle rimanenze	(3.351)	48.980	(10.466)	74.523	(1.971)
Totale costi variabili ^Σ		(374.285)	(289.960)	(396.969)	(719.768)	(1.107.269)
(A-B) MARGINE DI CONTRIBUZIONE		20.177	87.184	51.745	74.468	65.123
D - COSTI GENERALI	Costi amministrativi e generali	(14.778)	(2.855)	-	(2.555)	(17.509)
	Totale costi generali ^Σ	(14.778)	(2.855)	-	(2.555)	(17.509)
E. RICAVI E COSTI NON RICORRENTI	Altri ricavi e proventi	19.876	25.776	16.293	24.835	39.092
	- Oneri diversi di gestione	(3.238)	(8.027)	(19.300)	(9.053)	(13.777)
	Totale ricavi e costi non ricorrenti ^Σ	16.638	17.750	(3.007)	15.782	25.315
(F=C-D+E) MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)		22.037	102.079	48.738	87.695	72.929
G. AMMORTAMENTI, ACCANTONAMENTI E SVALUTAZIONI	Ammortamenti immobilizzazioni	(50.288)	(60.639)	(50.380)	(47.688)	(58.579)
	Totale ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni ^Σ	(50.288)	(60.639)	(50.380)	(47.688)	(58.579)
(H=F-G) RISULTATO OPERATIVO (EBIT)		(28.251)	41.440	(1.642)	40.008	14.349
I. ONERI E PROVENTI FINANZIARI	- Interessi passivi	(40.901)	(33.575)	(35.246)	(38.836)	(45.796)
	Totale oneri e proventi finanziari ^Σ	(40.901)	(33.575)	(35.246)	(38.836)	(45.796)
(L=I+J+K) RISULTATO DELLA GESTIONE FINANZIARIA		(40.901)	(33.575)	(35.246)	(38.836)	(45.796)
(M=H+L) RISULTATO (LORDO) PRIMA DELLE IMPOSTE		(69.153)	7.865	(36.888)	1.171	(31.447)
N. IMPOSTE SUI REDDITI		(2.716)	(11.471)	-	(5.301)	(4.853)
(O=M-N) RISULTATO (NETTO) DELL'ESERCIZIO		(71.869)	(3.606)	(36.888)	(4.130)	(36.300)

Il costo medio del debito bancario

		Dati medi				
		2002	2003	2004	2005	
Interessi passivi	Interessi passivi mutuo		12.110	11.586	15.214	12.243
	Breve	Interessi passivi finanziamenti	3.427	4.112	18.295	24.935
		Interessi c/c	13.714	15.934	-	-
		Totale interessi Breve Σ	17.141	20.046	18.295	24.935
	Oneri finanziari diversi		4.323	3.485	-	-
	Commissioni		-	-	5.327	8.618
	Totale interessi passivi Σ		33.573	35.117	38.836	45.796
Debito residuo	Medio/lungo	Debito residuo mutuo 1	94.080	150.024	121.987	214.496
		Debito residuo mutuo 2	144.843	96.300	88.069	136.298
		Totale Medio/lungo Σ	238.923	246.324	210.056	350.794
	Breve	Esposizione breve 0	32.500	32.500	-	-
		Esposizione breve 1	167.980	139.409	136.601	165.095
		Esposizione breve 2	-	56.720	206.220	214.500
		Totale Breve Σ	200.480	228.629	342.821	379.595
	Totale Debito residuo Σ		439.403	474.953	552.877	730.389
	Costo medio breve		8,55%	8,77%	5,34%	6,57%
	Costo medio medio/lungo		5,07%	4,70%	7,24%	3,49%
Costo medio totale (incluse commissioni)		7,64%	7,39%	7,02%	6,27%	

Il rendiconto finanziario

			2004	2005	2006	2007
Flusso di cassa operativo netto (FCON)	Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)	(+) Reddito operativo netto	41.440	(1.642)	40.008	14.349
		(+) Ammortamenti, accantonamenti, svalutazioni	60.639	50.380	47.688	58.579
		(-) Impatto fiscale gestione operativa	(11.471)	-	(5.301)	(4.853)
		(-) Variazione capitale circolante operativo netto	(78.403)	10.884	(62.247)	(214.403)
		(+) Variazioni Fondo TFR	(2.616)	4.016	4.628	(482)
	1 - Flusso di cassa operativo corrente (FCOC) Σ		9.589	63.638	24.775	(146.809)
	Flusso di cassa da investimenti (FCI)	(-) Variazione immobilizzazioni nette	74.705	41.816	7.337	58.583
		(-) Ammortamenti	(60.639)	(50.380)	(47.688)	(58.579)
		2 - Flusso di cassa da investimenti (FCI) Σ	14.067	(8.564)	(40.351)	4
	A - Flusso di cassa operativo netto (FCON) (=1+2) Σ		23.656	55.074	(15.575)	(146.805)
Flusso di cassa verso i finanziatori	Flusso di cassa verso i creditori	(-) Risultato netto della gestione finanziaria	(33.575)	(35.246)	(38.836)	(45.796)
		(+) impatto fiscale gestione finanziaria				
		(+) Variazione debiti strutturali	44.205	26.894	128.952	226.073
	3 - Flusso di cassa verso i creditori Σ		10.630	(8.352)	90.116	180.276
	Flusso di cassa verso l'erario	(+) Variazione debiti tributari netti	41.762	42.478	43.550	98.368
	4 - Flusso di cassa verso l'erario Σ		41.762	42.478	43.550	98.368
	Flusso di cassa verso azionisti	(+) Variazioni di patrimonio netto	(74.427)	(90.629)	(116.930)	(131.208)
5 - Flusso di cassa verso azionisti/proprietari Σ		(74.427)	(90.629)	(116.930)	(131.208)	
C - Flusso di cassa verso i finanziatori (=3+4) Σ		(22.035)	(56.503)	16.736	147.437	
D - Flusso di cassa netto (A+B)		1.621	(1.429)	1.161	632	

Stato patrimoniale

				2003	2004	2005	2006	2007
ATTIVITA'	GESTIONE OPERATIVA (ATTIVO)	ATTIVITA' OPERATIVE CORRENTI	Crediti	150.503	208.311	220.988	529.703	336.372
			Altri crediti	7.990	6.844	889	5.452	3.322
			Rimanenze	189.354	238.334	227.867	302.389	300.418
			Attività operative correnti Σ	347.847	453.488	449.744	837.545	640.112
		ATTIVITA' OPERATIVE IMMOBILIZZATE	Immobilizzazioni Materiali	597.389	523.187	481.875	475.042	416.459
	Immobilizzazioni Immateriali		1.512	1.008	504	-	-	
			Attività operative immobilizzate Σ	598.900	524.195	482.379	475.042	416.459
			Attività operative totali Σ	946.747	977.683	932.123	1.312.587	1.056.571
	GESTIONE FINANZIARIA (ATTIVO)		Immobilizzazioni finanziarie	671	671	671	671	671
			Liquidità	4	1.625	196	1.357	1.989
		Attività finanziarie totali Σ	675	2.296	868	2.029	2.660	
TOTALE ATTIVITA Σ				947.422	979.979	932.991	1.314.615	1.059.231
PASSIVITA' E NETTO	GESTIONE OPERATIVA (PASSIVO)	PASSIVITA' OPERATIVE CORRENTI	Debiti verso fornitori	430.959	467.487	430.873	787.259	404.409
			Debiti verso dipendenti e istituti di previdenza	21.834	26.498	48.624	64.701	63.053
			Altri debiti	81.255	67.303	88.930	42.021	14.685
			Passività operative correnti Σ	534.049	561.288	568.428	893.981	482.147
			Fondo TFR	8.126	5.510	9.526	14.154	13.672
		Passività operative totali Σ	542.175	566.798	577.954	908.136	495.819	
	GESTIONE FINANZIARIA (PASSIVO)		Debiti strutturali a medio lungo	213.874	263.975	228.675	191.437	510.151
			Debiti a breve	203.428	197.533	259.726	425.916	333.275
			Passività finanziarie Σ	417.302	461.507	488.401	617.353	843.426
	GESTIONE FISCALE		Debiti tributari	29.921	71.683	114.161	157.711	256.079
PATRIMONIO NETTO				-41.975	-120.009	-247.525	-368.585	-536.093
TOTALE PASSIVITA E PATRIMONIO NETTO Σ				947.422	979.979	932.991	1.314.615	1.059.231

Il valore di liquidazione dell'impresa

			Valore di bilancio			Valore di mercato	
			Costo storico	Fondo ammortamento	Valore contabile	Percentuale di svalutazione	Presunto valore di realizzo
Attivo	Crediti	Depositi cauzionali fornitori	906	-	906	100%	-
		Credito erario	9	-	9	0%	9
		Crediti verso clienti	143.432	-	143.432	0%	143.432
		Ri.ba. attive	193.747	-	193.747	10%	174.372
		Credito inail	255	-	255	0%	255
		Crediti diversi	2.509	-	2.509	0%	2.509
		Totale Crediti Σ	340.857	-	340.857	6%	320.577
	Rimanenze	Materie prime	117.260	-	117.260	10%	105.534
		Semilavorati	64.441	-	64.441	40%	38.665
		Prodotti finiti	74.516	-	74.516	25%	55.887
		Merci	19.981	-	19.981	10%	17.983
		Materiale vario di consumo	23.869	-	23.869	10%	21.482
		Totale Rimanenze Σ	300.067	-	300.067	20%	239.551
	Immobilizzazioni materiali	Macchinari specifici	658.343	308.286	350.058	30%	245.040
		Impianti generici	25.177	8.935	16.242	60%	6.497
		Attrezzatura varia	4.809	4.492	317	50%	159
		Mobili e macchine d'ufficio	4.276	2.530	1.746	50%	873
		Macchine d'ufficio elettroniche	13.269	9.827	3.442	70%	1.033
		Beni <516,46€	3.160	3.160	-		-
		Costruzioni leggere	1.785	848	937	40%	562
		Automezzi	58.695	15.681	43.014	20%	34.412
		Totale Immobilizzazioni materiali Σ	769.514	353.757	415.757	31%	288.575
	Immobilizzazioni finanziarie	671	-	671	100%	-	
Liquidità	1.989	-	1.989	0%	1.989		
Totale Attivo Σ	1.413.099	353.757	1.059.341	20%	850.692		
Crediti verso soci			300.127	-	300.127		300.127
Totale Attivo + Crediti verso soci			1.713.226	353.757	1.359.469		1.150.819

Lo stato passivo

				Passività		Seniority			
				Debito residuo	% su totale passivo	Tipo (P=privilegio; C=chirografo)	Descrizione privilegio	Grado	
Passivo	Passività operative	Fornitori	Artigiani	290.225	18,4%	P		1	
			Professionisti	19.500	1,2%	P		1	
			Non artigiani	94.684	6,0%	C			
			Totale Fornitori Σ	404.409	25,6%	-	-		
		Altri debiti	10.556	0,7%	C				
	Totale Passività operative Σ				414.965	26,3%	-	-	
	Passività fiscali e previdenziali	Debito IVA			223.951	14,2%	P		2
		Ritenute su retribuzioni			1.951	0,1%	P		2
		Ritenute su compensi			23.446	1,5%	P		2
		Debito INPS			59.067	3,7%	P		2
		Debito INAIL			3.986	0,3%	P		2
		Debito IRAP			6.731	0,4%	P		2
	Totale Passività fiscali e previdenziali Σ				319.132	20,2%	-	-	
	Passività finanziarie	Mutuo_1 (Banca A)			321.337	20,4%	Cg	ipoteca su bene X	
		Mutuo_2 (Banca B)			188.815	12,0%	Cg	ipoteca su bene Y	
		Apertura credito c/c (Banca A)			203.275	12,9%	C		
		Apertura credito sbf (Banca A)			130.000	8,2%	C		
Totale Passività finanziarie Σ				843.426	53,5%	-	-	-	
Totale Passività (D) Σ				1.577.523	100,0%	-	-	-	
Totale valore di mercato attività (A)				850.692	53,9%				
Differenza € (D-A)				726.831	46,1%				

Lo stato passivo: i creditori chirografari

			Passività	
			Debito residuo	% su totale passivo
Composizione del passivo	Privilegiati	1 grado	309.725	19,6%
		2 grado	319.132	20,2%
		Totale privilegiati Σ	628.857	39,9%
	Chirografari	con garanzia esterna	510.151	32,3%
		senza garanzia	438.515	27,8%
		Totale chirografari Σ	948.666	60,1%
Totale passività Σ		1.577.523	100,0%	

		€	%
Banche	Banca A	654.611	69,78%
	Banca B	188.815	20,13%
	Totale Banche Σ	843.426	89,91%
Fornitori		94.684	10,09%
Totale chirografari Σ		938.110	100,00%

Le procedure di liquidazione

			Valore	% su totale passivo
<i>Valore di mercato della garanzia</i>			<i>700.000</i>	<i>137,2%</i>
Tipo procedura	Concordato preventivo	<i>spese procedura CP</i>	<i>78.876</i>	<i>5,0%</i>
		<i>Tipo concordato</i>	<i>cessione dei beni</i>	
		<i>Estensione del concordato al socio {1=si; 0=no}</i>	<i>-</i>	
		<i>Durata CP {anni}</i>	<i>1</i>	
	Fallimento	<i>Spese procedura F</i>	<i>157.752</i>	<i>10,0%</i>
		<i>Durata F {anni}</i>	<i>2</i>	

consideriamo due casi

CASO A

Garanzia su
beni personali
dei soci

CASO B

Garanzia su
beni personali
di terzi (es.
familiari)

Il valore di liquidazione dell'impresa: CASO A

Fallimento

Tipo garanzia esterna	Ordine delle preferenze e gradi dei privilegi				Percentuale di recupero		
	Debito residuo	Valore attivo residuo prima dell'allocazione	Allocazione	Debito residuo dopo allocazione	% Recupero (RR)	% Perdita (LGD)	
Predeuzione	157.752	1.550.692	157.752	-	100,00%	0,0%	
Creditori chirografari con garanzia esterna	510.151	1.392.940	510.151	-	100,00%	0,0%	
Creditori privilegiati	1	309.725	882.788	309.725	-	100,00%	0,0%
	2	319.132	573.063	319.132	-	100,00%	0,0%
Creditori chirografari senza garanzia	438.515	253.932	253.932	184.583	57,91%	42,1%	
Totale	1.735.275	-	-				



Concordato preventivo liquidatorio

Non sembra esistere lo spazio per una transazione fiscale 183 ter

Tipo garanzia esterna	Ordine delle preferenze e gradi dei privilegi				Percentuale di recupero		
	Debito residuo	Valore attivo residuo prima dell'allocazione	Allocazione	Debito residuo dopo allocazione	% Recupero (RR)	% Perdita (LGD)	
Predeuzione	78.876	850.692	78.876	-	100,00%	0,0%	
Creditori chirografari con garanzia esterna	-	771.816	-	-	100,00%	0,0%	
Creditori privilegiati	1	309.725	771.816	309.725	-	100,00%	0,0%
	2	319.132	462.091	319.132	-	100,00%	0,0%
Creditori chirografari senza garanzia	438.515	142.959	142.959	295.556	32,60%	67,4%	
Totale	1.146.248	-	-				



Il valore di liquidazione dell'impresa: CASO B

Fallimento

Tipo garanzia esterna	Ordine delle preferenze e gradi dei privilegi				Percentuale di recupero	
	Debito residuo	Valore attivo residuo prima dell'allocazione	Allocazione	Debito residuo dopo allocazione	% Recupero (RR)	% Perdita (LGD)
Prededuzione	157.752	850.692	157.752	-	100,00%	0,0%
Creditori chirografari con garanzia esterna	-	692.940	-	-	100,00%	0,0%
Creditori privilegiati	309.725	692.940	309.725	-	100,00%	0,0%
	319.132	383.215	319.132	-	100,00%	0,0%
Creditori chirografari senza garanzia	438.515	64.083	64.083	374.432	14,61%	85,4%
Totale	1.225.124	-	-			

Concordato preventivo liquidatorio

Tipo garanzia esterna	Ordine delle preferenze e gradi dei privilegi				Percentuale di recupero	
	Debito residuo	Valore attivo residuo prima dell'allocazione	Allocazione	Debito residuo dopo allocazione	% Recupero (RR)	% Perdita (LGD)
Prededuzione	78.876	850.692	78.876	-	100,00%	0,0%
Creditori chirografari con garanzia esterna	-	771.816	-	-	100,00%	0,0%
Creditori privilegiati	309.725	771.816	309.725	-	100,00%	0,0%
	319.132	462.091	319.132	-	100,00%	0,0%
Creditori chirografari senza garanzia	438.515	142.959	142.959	295.556	32,60%	67,4%
<i>banche vs fornitori</i>						
Totale	1.146.248	-	-			

La distribuzione del valore di liquidazione

- **Nel concordato preventivo non ci sono le condizioni per procedere al pagamento non integrale dei creditori privilegiati**
 - La soluzione “alternativa” al concordato, cioè il fallimento garantirebbe comunque la loro soddisfazione integrale
- **Nel caso B, si potrebbero innescare comportamenti opportunistici da parte della banca A**
 - **Potrebbe votare a favore del concordato qualora prevedesse due classi di chirografari con un trattamento differenziato:**
 - **Fornitori:** *al posto del 32,60% garantire una percentuale minore ma non inferiore al 14,61%, che è valore di recupero in caso di fallimento*
 - **Banche:** *la percentuale “sottratta” ai Fornitori andrebbe ad incremento della percentuale di recupero della classe Banche*

L'alternativa del concordato con risanamento

		2005	
		Attuale	Newco
Attività	CCON	157.966	157.966
	AIN	402.787	402.787
	Afin	2.660	2.660
	<i>Totale Attività</i> Σ	563.413	563.413
Passività	PF	ML	510.151
		B	333.275
		<i>Totale PF</i> Σ	843.426
	Ptrib	256.079	256.079
	PN	-536.093	163.908
	<i>Totale Passività</i> Σ	563.412	563.413

Debito residuo verso banche in capo alla newco dopo operazione di ristrutturazione da 700.000 euro

Ipotesi di ristrutturazione finanziaria:

A) accollo delle passività della società da parte dei soci nei limiti della capienza della garanzia immobiliare (nell'esempio il valore della garanzia è pari a 700.000 euro)

Consolidamento del debito accollato e rinegoziazione delle condizioni:

Tasso: 200 bps sotto il tasso di mercato

Scadenza: 15

B) Aumento di capitale sottoscritto da nuovi soci per 200.000 euro

La convenienza del risanamento per le banche

i	Rata	VA		
7%	77	700		
5%	67	614		
"perdita di valore"	garanzia	parte credito non garantito	decurtazione potenziale su Newco	
86	700	438	50	100
% perdita su:	12%	20%	31%	42%
% perdita su:	fallimento	42%		
	concordato	67%		

Per le banche, l'operazione presenta un profilo di convenienza:

La ristrutturazione del debito accollato "costa" alla banca il 20% a fronte della perdita del 42% o del 67% che sopporterebbe in caso di fallimento o concordato preventivo

Ci sono margini per negoziare con le banche una decurtazione dell'esposizione non garantita rimasta in capo alla Newco, pari complessivamente a € 143.426

Il limite di convenienza si pone a € 100.000

La convenienza del risanamento per gli altri creditori

Fornitori:

Risulterebbe conveniente un piano che ne prevedesse il pagamento parziale in misura non inferiore a quella garantita dalle soluzioni liquidatorie

→ *ci sono spazi per una transazione che porti ad una riduzione del debito fino al 42% dei creditori chirografari*

Amministrazione finanziaria:

Il concordato preventivo di ristrutturazione o l'accordo 182 bis potrebbe contenere una proposta di transazione fiscale ex art. 182 ter. Se l'Amministrazione finanziaria si dovesse opporre il tribunale non avrebbe grossi spazi per il *cram down*

→ *le alternative concretamente praticabili avrebbero garantito un pagamento integrale*

Il pagamento dei creditori e il rilancio

- **Fabbisogno per il pagamento dei crediti oggetto di falcidia concordataria**

		2005			
		Attuale	Conferimento Newco	Newco post falcidia	
Attività	Attivo corrente	640.112	640.112	640.112	
	AIN	402.787	402.787	402.787	
	Afin	2.660	2.660	2.660	
	<i>Totale Attività</i> Σ	1.045.559	1.045.559	1.045.559	
Passività	Debiti verso fornitori	482.147	482.147	157.183	
	Passività finanziarie	Medio/Lungo	510.151	-	-
		Breve	333.275	143.426	46.758
	<i>Totale PF</i> Σ	843.426	143.426	46.758	
	Ptrib	256.079	256.079	256.079	
	PN	-536.093	646.054	646.054	
<i>Totale Passività</i> Σ	1.045.559	1.527.706	1.106.075		
FABBISOGNO FINANZIARIO PER IL CONCORDATO				460.020	

Il conto economico previsionale post risanamento

		2007	2008	2009	2010	2011
<i>mc</i>		5,50%	7,00%	11,00%	15,00%	15,00%
Ricavi		1.172.392	1.524.110	1.981.342	2.575.745	3.348.469
Costi variabili		1.107.910	1.417.422	1.763.395	2.189.383	2.846.198
Costi fissi	Ammortamenti	50.773	100.000	103.000	106.000	109.000
	Costi lavoro (soci)		100.000	100.000	100.000	100.000
	<i>Costi fissi</i> Σ	50.773	200.000	203.000	206.000	209.000
Reddito operativo	Reddito operativo	13.708	6.688	114.948	280.362	393.270
	-Imposte su EBIT	-3.770	-1.839	-31.611	-77.099	-108.149
	Reddito operativo Σ	9.938	4.849	83.337	203.262	285.121
Oneri finanziari	-Oneri finanziari		-49.701	-57.051	-61.601	-65.451
	Proventi finanziari		1.395	1.154	1.301	1.360
	+Imposte su Oneri finanziari	-	13.668	15.689	16.940	17.999
	Oneri finanziari al netto d'imposta Σ	-	-34.639	-40.208	-43.360	-46.092
Reddito netto		9.938	-29.790	43.129	159.902	239.029
ROI		0,95%	0,33%	5,16%	11,30%	14,03%
ROE		1,70%	-3,94%	5,40%	17,40%	21,77%
EBIT/OF netto			0,1	2,1	4,7	6,2
FCFF		9.938	-364.683	-89.929	24.662	51.637
FCFE		-	-200.000	-	40.000	60.000

Stato patrimoniale previsionale

		2007	2008	2009	2010	2011
<i>ccon (=CCON/Ricavi)</i>		54,00%	40,00%	38,00%	35,00%	33,00%
Attività	CCON	640.112	609.644	752.910	901.511	1.104.995
	AIN	402.787	802.787	832.787	862.787	892.787
	Afin	2.660	53.338	28.201	34.502	35.047
	Totale Attività Σ	1.045.559	1.465.769	1.613.898	1.798.800	2.032.828
Passività	Passività finanziarie	460.020	710.020	815.020	880.020	935.020
	PN	585.539	755.749	798.877	918.779	1.097.808
	Totale Passività Σ	1.045.559	1.465.769	1.613.898	1.798.800	2.032.828
Leva finanziaria (D/E)		0,79	0,94	1,02	0,96	0,85

Il rendiconto finanziario previsionale

			2008	2009	2010	2011
Flusso di cassa operativo netto	Flusso di cassa operativo corrente	Reddito operativo	4.849	83.337	203.262	285.121
		+Ammortamenti	100.000	103.000	106.000	109.000
		-Variazione CCON	30.468	-143.266	-148.601	-203.484
		FCDC Σ	135.317	43.071	160.662	190.637
	Flusso di cassa da investimenti	-Variazione immobilizzazioni nette	-400.000	-30.000	-30.000	-30.000
		-Ammortamento	-100.000	-103.000	-106.000	-109.000
		FCI Σ	-500.000	-133.000	-136.000	-139.000
FCDN (FCFF) Σ		-364.683	-89.929	24.662	51.637	
Flusso di cassa verso i creditori	Incremento dei finanziamenti		250.000	130.000	100.000	100.000
	-Rimborso quote capitali			-25.000	-35.000	-45.000
	-Pagamento interessi		-34.639	-40.208	-43.360	-46.092
	Flusso di cassa per i finanziatori Σ		215.361	64.792	21.640	8.908
Flusso di cassa verso gli azionisti	Aumenti di capitale		200.000			
	-Pagamento dividendi					
	-Prelievo soci				-40.000	-60.000
	Flusso di cassa per gli azionisti Σ		200.000	-	-40.000	-60.000
Flusso di cassa netto (FCN)		50.678	-25.138	6.301	545	

Sommario

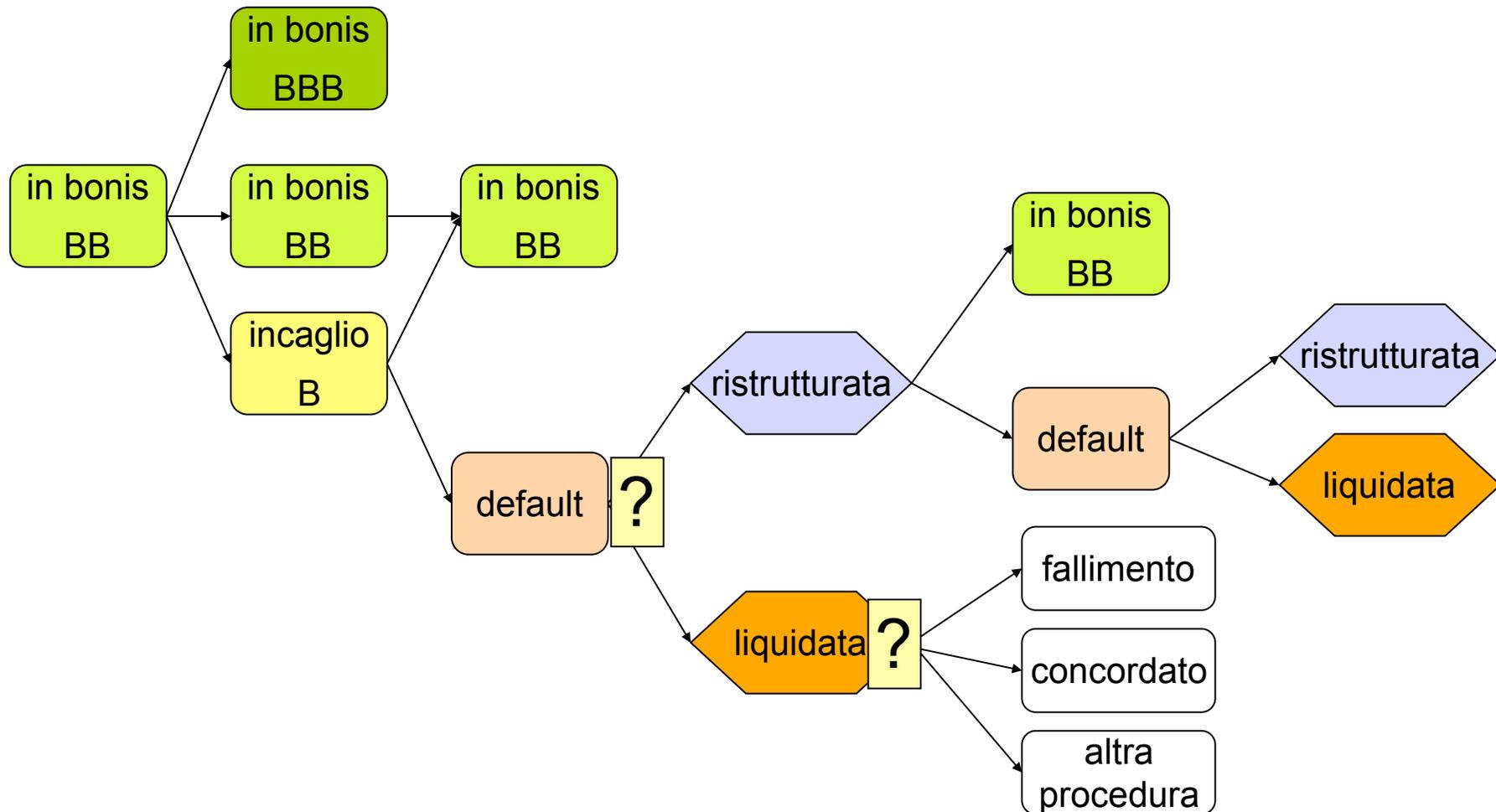
- **La crisi d'impresa: una lettura in chiave gestionale**
 - Condizioni di equilibrio gestionale e parametri di controllo
 - Lo stato di crisi: profili industriali e finanziari
 - La rivelazione tempestiva dello stato di crisi: *trade-off*
 - I contenuti dell'azione di risanamento
 - Una decisione cruciale: risanamento o liquidazione?
- **Un esempio di applicazione: l'impresa ALFA**
 - Valutazione dei profili di convenienza del risanamento
 - Valore dell'impresa in caso di liquidazione e distribuzione tra i creditori
 - La pianificazione del risanamento
- **Riepilogo: il *framework* per la valutazione finanziaria delle crisi**

La valutazione finanziaria delle crisi: il *framework*

- Per supportare il *crisis management* occorrono
 - una *tassonomia* delle situazioni di crisi
 - cause, stadi evolutivi, attori chiave e comportamenti virtuosi / opportunistici, terapie
 - *modelli di valutazione dell'azienda e dei claim* dei principali attori (proprietari, manager, creditori)
 - variazioni del valore dell'azienda e meccanismi di ripartizione tra attori
 - *modelli di proiezione dei percorsi* evolutivi possibili
 - situazione in essere, stati raggiungibili in funzione di eventi esogeni, convenienze degli attori chiave in ogni stato e formazione delle scelte di gestione della crisi in quello stato → liquidazione, risanamento
 - *modelli di scelta dei percorsi ottimali*
 - secondo criteri di conservazione del valore aziendale e di equità nell'allocazione delle perdite sugli attori

L'albero degli eventi e delle decisioni

- Un'impresa può entrare, rimanere o uscire da uno stato di crisi seguendo percorsi differenti



Le regole di scelta: **inquadramento**

- Il valore della proprietà o di un credito verso l'impresa dipende
 - dal valore attuale dei flussi ottenibili dal proprietario / creditore negli stati successivi
 - i valori nei diversi stati devono essere pesati per le rispettive probabilità di accadimento
- In alcuni stati il proprietario / creditore contribuisce a scegliere il percorso da prendere secondo convenienza
 - il proprietario ha potere prevalente negli stati in bonis → può decidere se rafforzare il rating dell'impresa, mantenerlo, indebolirlo, chiudere l'attività
 - i creditori hanno potere prevalente negli stati di crisi → il loro potere si esercita in forma collettiva con meccanismi che dipendono dalle regole di *governance* delle diverse procedure

Regole di scelta: **misure chiave di valore**

- Il valore dell'impresa funzionante

- + valore delle attività operative nette (AON) = valore dei flussi di cassa operativi attualizzati al costo medio del capitale (WACC) che riflette i premi al rischio richiesti dalla proprietà e dai creditori
- + liquidità disponibile (LIQ)
- - valore del debito finanziario (D) = valore dei flussi attesi sul debito attualizzato a un tasso che riflette i livelli correnti di mercato per durata e rating
- = valore economico del capitale netto (equity, E)

- Il valore dell'impresa liquidata

- + valore di liquidazione delle attività operative lorde (con revocatorie)
- + valore di escussione del patrimonio personale dell'imprenditore (se aggredibile) → *contingent capital*
- + valore di escussione di garanzie reali e personali di terzi
- - costi della procedura prededucibili
- - valore dei debiti e degli altri *claim* finanziari e operativi
- = (se positivo) valore di liquidazione del capitale netto; (se negativo) *loss given default* in valore

Regole di scelta: il proprietario

- (A) Valore in caso di continuità operativa
 - - nuovi apporti di capitale necessari
 - + valore economico del capitale netto (dopo i nuovi apporti) → *può essere negativo*
- (B) Valore in caso di liquidazione
 - - valore di escussione del patrimonio personale e delle garanzie di terzi familiari (sino a concorrenza dei debiti)
 - + valore di liquidazione del capitale netto → *alla peggio è nullo*
 - - costi interni di gestione della procedura
- *Se (B) è significativamente superiore ad (A), il proprietario opta per la liquidazione dell'impresa. Esempi*
 - Alto valore di liquidazione positivo, basso valore economico positivo o valore negativo del capitale netto → liquidazione volontaria *in bonis*
 - Valore economico negativo più ampio del valore di escussione dei beni personali → fallimento su iniziativa del proprietario

Regole di scelta: il creditore garantito

- (A) Valore in caso di continuità operativa
 - - nuove erogazioni
 - + rimborsi
 - + valore del debito residuo → *riflette il rating impresa, migliorato dalla garanzia*
- (B) Valore in caso di liquidazione
 - + valore di escussione della garanzia reale o personale [sino a concorrenza del credito]
 - + (valore di liquidazione delle attività + contingent capital) – (somma crediti non garantiti con prelazione più alta) [sino a concorrenza dell'eventuale quota di credito non recuperata con l'escussione],
 - - quota di costi della procedura
 - - costi interni di gestione della procedura
- *Se (B) è significativamente superiore ad (A), il creditore garantito, se può, “vota” per la liquidazione dell'impresa; se la garanzia è efficace, sceglie la procedura più veloce*

Regole di scelta: il creditore non garantito

- (A) Valore in caso di continuità operativa
 - - nuove erogazioni
 - + rimborsi
 - + valore del debito residuo → *riflette il rating dell'impresa*
 - (B) Valore in caso di liquidazione
 - + (valore di liquidazione delle attività + contingent capital) – (somma crediti non garantiti con prelazione più alta) [se positivo, e sino a concorrenza del credito],
 - - quota di costi della procedura
 - - costi interni di gestione della procedura
- *Se (B) è significativamente superiore ad (A), anche il creditore non garantito, se può, “vota” per la liquidazione dell'impresa e, tra le diverse procedure, sceglie quella che gli dà un (B) maggiore*

Regole di scelta: effetti sulla distribuzione delle perdite

- Il *proprium* delle procedure di gestione delle crisi sta nei meccanismi di ripartizione delle perdite tra gli attori
- Il proprietario con la scelta di chiudere l'attività trasferisce sui creditori un valore negativo del capitale netto che, per la parte eccedente le escussioni di patrimonio personale, genera una LGD in valore
- LGD in valore si ripartisce con incidenze molto differenziate a seconda delle caratteristiche del credito
 - presenza di garanzie personali e reali (*security* o *collateral*)
 - grado di prelazione (*seniority*)
- Questo influenza l'espressione collettiva delle preferenze dei creditori e l'assunzione di scelte cooperative, competitive o opportunistiche

La valutazione finanziaria delle crisi: **la complessità**

- La cattiva notizia

- problemi difficili da modellare
 - aleatorietà dei valori ottenibili nelle diverse alternative
 - interazione tra attori e scelte collettive → possibilità di soluzioni multiple (giochi competitivi *versus* cooperativi)
 - miriade di fattori idiosincratici (eterogeneità di regimi legali rilevanti per impresa, imprenditore, creditori, crediti, garanzie, garanti, ecc.; presenza di attori non informati o non razionali)

- La buona notizia

- agendo bene si possono migliorare le cose
 - crucialità della *leadership* delle procedure di gestione
 - riduzione dei costi “a perdere”
 - ricerca di soluzioni migliorative per tutti gli attori
- prevenire è meglio che curare, e si può fare
 - regole di sana gestione
 - intervento tempestivo e trasparente all’insorgere della crisi