

CRISI nelle sue sfaccettature, legate all'ambiente nel quale si manifestano.

Possono provenire al livello generale, legate ad un problema macroeconomico, settoriali oppure legate e singole decisioni aziendali.

Le aziende essendo un prodotto umano assumono le caratteristiche del singolo soggetto, il comportamento illogico di un imprenditore porta inevitabilmente ad una crisi.

Negli ultimi anni la finanza è stata accusata di essere un elemento distorsivo e fonte di rischio per l'economia, si pensi alla crisi di Lehman del 2008.

Allo stesso tempo senza la finanza il sistema economico andrebbe ad una velocità molto più bassa, (ogni cosa ha il suo prezzo da pagare).

Pertanto la finanza è un acceleratore del processo economico (le persone si indebitano per acquistare, invece che risparmiare) da una parte facilitano le vendite per le imprese ma allo stesso tempo creano un eccedenza di debito che apre la porta ad un eventuale crisi economica

L'analisi del ROE:

$$ROE = [ROA + (ROA - k_d) * PFN/PN] * UN/UC$$

L'obiettivo di questa formula è di tre tipi:

- 1) Mettere in evidenza il risultato finale, i punti di riferimento sono la **redditività che l'azienda produce con i mezzi propri** (ROA) quando il ROA è prodotto dal Capitale netto (*mezzi propri*) questo contribuisce al 100% al risultato finale, se la redditività prodotta deriva invece, da strumenti *acquistati tramite debito* il ROA bisogna calcolarlo al netto del debito (e non più al 100%). ***
- 2) **La leva, quante volte contribuisce la redditività dell'azienda al netto del costo del debito**, quanto è alto/basso l'ammontare dei debiti presenti nel passivo della mia impresa.
- 3) **Utile netto/utile corrente, dovuto dalle componenti straordinarie dovuti solitamente da imposte** (oppure vendite di titoli) quindi incide un anno magari sull'azienda (es ho venduto titoli e quindi ho una redditività del 20%, ma non ho quella redditività ogni anno, bisogna prestare attenzione).

*** **La mia redditività aumenta perché aumentano gli investimenti, devo capire innanzitutto se i nuovi investimenti li finanzia con mezzi propri o con debito**, se li finanzia con debito riduco l'incidenza delle imposte. Ma non bisogna dimenticarsi che **il ROA o ROE non è un concetto ne stabile ne crescente**, quindi ragionare così non è necessariamente giusto, bisogna avere chiaro che la redditività è una **variabile aleatoria**, ci sono periodi in cui la redditività cresce, ma ci sono situazioni in cui la redditività invece che aumentare si riduce.

L'obiettivo dell'azienda è sopravvivere nel lungo periodo, **i rischi possono essere di natura interna ed esterna** (pandemia, crisi finanziaria, break tecnologici ecc) e devono essere pronti ad affrontare le perdite, perciò **il motore di un'azienda funziona solo quando gira il fatturato**, il problema è che è **una variabile imprevedibile e instabile**. **Perciò questa formula va bene, ma non considera in maniera esplicita ne il rischio operativo** (legato all'andamento di **fatturato**) ne **il rischio di liquidità** (legato al fatturato da detenere per almeno una parte in azienda).

Storicamente in periodo di crisi, le aziende che riescono a superare la crisi sono quelle che si indebitano meno (il debito non è volatile e richiede una remunerazione periodica) e che hanno maggiori riserve di liquidità.

QUALI SONO LE NORMATIVE REGOLANO LE CRISI E QUALI SONO LE CAUSE DELLA CRISI.

La crisi generano problemi sia economici, sia di fiducia, **la crisi del 2008** ha avuto effetti importanti con i sub-prime, un effetto sulle banche e uno sui consumatori/risparmiatori.

Ma come mai hanno concesso i mutui subprime?

1. Per **aumentare i volumi di erogazioni e le quote di mercato**, con la cartolarizzazione, trasferendo il rapporto bilaterale in uno multiplo, **colloco sul mercato un pacchetto di**

- mutui al quale faccio dare una valutazione (che al tempo era AAA) alle agenzie di rating.
2. **Per maggiori interessi e commissioni** (redditi bancari) che spingono la crescita dei volumi, più mutui faccio più interessi e commissioni guadagno.
3. **Perché i tassi di interesse negli USA erano molto bassi (più sono bassi più i consumatori hanno una logica convenienza tra affitto e acquisto di una casa)**
4. Aumento **il numero di clienti "ELIGIBLE"**
5. Inoltre gli **immobili avevano prezzi bassi** ma in **crescita**, e si pensava che negli anni avrebbero acquistato ancora più valore, perciò aumentano di molto le domande di mutui.
6. **Diminuisce il rischio di perdita** (loss given default).

Allora dato il contesto, perché la cartolarizzazione?

In finanza non si muove nulla se non c'è una valutazione economica di convenienza data dalla patrimonializzazione e dal rischio. **Se cartolarizzo significa che taglio i rischi collegati ai mutui che ho concesso, spostando il rischio dalla banca all'investitore che acquista quei titoli**, inoltre le **valutazioni su questi titoli rendimento/rischio condiziona il tasso, più alto è il rating più basso è il tasso**, se i parametri sono corretti le valutazioni sono corretti, ma il **rischio si era sottovalutato** e perciò si davano delle AAA a titoli che in realtà avevano un alto livello di rischio. Ed il problema che **questi titoli sono stati acquistati da investitori istituzionali** (quali fondi pensione per esempio), **ma anche dalle stesse banche** soprattutto quelle non italiane ma tedesche e francesi che hanno acquistato questi titoli che si spacciavano essere di ottima qualità ma poi si sono rivelati subprime, ma *perché le banche hanno inserito nel loro portafoglio questi titoli?* L'obiettivo di avere **redditività più elevate**, hanno preferito questi titoli che avevano **un altissima redditività e un basso profilo di rischio dato dalle "false" valutazioni** delle agenzie di rating per le quali era impossibile andare a vedere realmente la solidità di ogni singolo mutuo che costituiva il titolo, perché erano centinaia.

Ecco perché si è creata la bolla, perché tutti cercano di aumentare disperatamente la propria redditività al quale è legato un alto, altissimo livello di rischio.

Data questa crisi i Paesi che reggono meglio sono quei Paesi che hanno delle determinate caratteristiche, con alte spese riservate a R&S per esempio, o con una struttura finanziaria delle azienda molto solida costituito prevalentemente da mezzi propri piuttosto che da finanziamenti di debito. Italia e Spagna preferiscono finanziarsi con l'indebitamento perché vanno a diminuire l'imposizione fiscale, mentre per esempio il mondo anglosassone si finanzia a mezzi propri. Inoltre le imprese italiane hanno un sistema di pagamento di lungo periodo (esempio pagamento a 30-60 giorni), ma grazie al sistema europeo questo fenomeno è andato diminuendo.

GLI STADI DELLA CRISI.

Volti a capire l'origine della crisi aziendale, negli stadi identifichiamo:

- **Squilibrio e inefficienza**, di origine esogena o endogena, rappresenta il primo stadio, ed è importante individuare il settore inefficiente. E' utile infatti l'aiuto di un soggetto terzo e neutrale che aiuti a capire dove sta l'errore, perché talvolta il manager è troppo coinvolto e potrebbe essere poco autocritico.
- **Perdite economiche**, derivanti da squilibri ed inefficienza non sanati. Gli squilibri tra costi e ricavi indica che le risorse usate fino ad ora sono state amministrate male, e sono costretto ad introdurre in azienda nuove risorse. Se un'azienda va in perdita, quindi ha un utile negativo, non sempre può essere negativo, se sopravvive nel senso che non produce utili per 4 anni per esempio ma continua a stare in piedi nel senso che fattura allora potrebbe non essere una perdita strutturale, ma magari sta in perdita per avere delle agevolazioni fiscali.
- **Perdite economiche croniche che sfociano nell'insolvenza**, incapacità di generare flussi sufficienti a onorare nei tempi stabiliti i debiti vs fornitori, dipendenti, fisco e banche. E qualora ci fossero problemi, conviene pagare in primis i fornitori perché continuo ad andare avanti, poi le banche, poi i dipendenti e infine lo stato che ha dei tempi più lunghi. La soluzione a questo punto sarebbe il taglio del personale, cessione di beni etc.

- **All'insolvenza può seguire il dissesto**, condizione permanente di squilibrio patrimoniale. Non si riesce a sanare l'azienda senza grossi tagli, l'azienda può ancora essere salvata ma attraverso procedure formali (giudiziali, stragiudiziali).

LE CAUSE DI UNA CRISI POSSONO DERIVARE DA FATTORI INTERNI ED ESTERNI

INTERNE ALL'AZIENDA – GRUPPO		ESTERNI/DI SETTORE/ MACROECONOMICI
1. Mancanza di etica		A. Cambiamenti strutturali nella domanda di mercato
2. Incapacità dei Vertici aziendali A.D. - (CEO) - CdA	Management incapace/ inadeguato	
3. Sistemi di controllo gestionali/finanziari carenti/mancanti		B. Forti Discontinuità nella concorrenza prodotti/prezzi
4. Espansione eccessiva	Grandi progetti, Acquisizioni Ricambi generazionali	
5. Costi eccessivi/fuori standard		C. Cambiamenti strutturali nelle tecnologie
6. Politiche finanziarie errate/carenti		
7. Gestione del capitale circolante inadeguata		
		D. Cambiamenti sociali/politici

CAMBIAMENTI ESTERNI

A. Cambiamenti della domanda di mercato: se il prodotto che offro al mercato diventa obsoleto, allora può derivarne una crisi. Vedi settore moda, che ogni anno ci sono nuove collezioni, e auto, che ogni 4 anni ci sono modelli nuovi. Per il settore auto che vuol dire? Che il tempo di rientrare nei costi di produzione è sempre più breve, e il punto di break-even che prima avevo a tot milioni di auto vendute, ora si è spostato molto più in alto. I miei investimenti sono anche superiori, perché le auto di oggi sono molto più “tecnologiche”, e il numero di auto che immetto nel mercato oggi, devono essere in grado di rientrare in 5 anni degli investimenti fatti. Prima per FIAT erano 2 milioni, oggi 5 milioni, per Toyota addirittura 9,5 milioni.

B. Forti discontinuità nella concorrenza prezzi/prodotti: in una situazione di mercato in cui entrano prodotti innovativi o entrano produttori che abbassano i prezzi, sono elementi di discontinuità enormi, e questi possono essere causati anche dall'ingresso nel sistema di nuove tecnologie. 10 anni fa in Italia è stata introdotta la fibra ottica, la quale ha permesso di utilizzare nei vecchi stoppini moltissimi più dati, con un abbattimento dei costi micidiale. Si offrono più o meno gli stessi servizi ma abbattendo i costi. Oggi si è visto che gli stoppini, con un utilizzo medio molto più elevato, non reggevano più, e si è dovuto completare le linee.

C. Cambiamenti strutturali nelle tecnologie: rientra in quello precedente.

D. Cambiamenti sociali e politici: impattano sulla realtà aziendali. Scelte politiche sbagliate hanno tragici effetti economici.

CAMBIAMENTI INTERNI

- 1) **Mancanza di etica**, le ambizioni personali, la ricchezza di maggiore ricchezza possono portare a delle crisi aziendali, nelle aziende internazionali infatti si parla di rotazione di buyer, si cambia sempre il manager per evitare problemi di etica. Se vogliamo vedere alcuni casi, prendiamo **la Enron** una società fallita proprio per problemi etici, poiché più

un'azienda dimostra di avere alta redditività più è ovviamente amata dagli azionisti, perciò i manager devono ottimizzare le risorse, e se ciò avviene, gli interessi di manager e azionista sono sulla stessa linea. La fregatura sta nel tempo, perché si vuole ottenere tutto ciò in un bilancio e dopo 6 mesi è andato in rosso, perché avevano trovato un meccanismo per ridurre il tempo degli investimenti economici, quindi pagavano per far sì che Andersen (società di consulenza) non vedesse determinate cose, avevano creato delle società satellite (raptors) alle quali vendevano i progetti trasformandoli in cassa, quindi creavano società veicolo, lo vendevano alle società in modo da avere la liquidità per dimostrare che il mercato li stava remunerando. E' saltato tutto quando si scopri che quelli in realtà erano debiti e non liquidità o ricavi, ma c'era una sorta di truffa a rialzo. Altro caso è **Parmalat** (come se fosse la Enron italiana) Enron è fallita per eccesso di presunzione ed eccesso di ricerca di redditività. Parmalat ha nascosto la sua situazione di crisi, dichiarando voci false in bilancio.

- 2) **Vertice aziendale inadeguato** (allenatore), Deve essere una persona adeguata che porta l'azienda all'obiettivo, ossia il successo. Se inadeguato può portare a grosse crisi.
- 3) **Sistemi di controllo carenti**, un controllo finanziario è efficace se sono efficaci i quattro sistemi operativi: indicatori di performance, gestione dei costi, controllo del budget, pianificazione della cassa. La cosa che accomuna le aziende in crisi sono le seguenti anomalie, una scarsa dimestichezza per i numeri sulla quale non si possono fare delle strategie efficienti, una scarsa sensibilità al controllo della spesa, e di gestione di cassa.
- 4) **Espansione eccessiva**, quindi quei piani di crescita che hanno come obiettivo l'espansione di portafoglio, i clienti, prodotti, le sedi ecc. Ed il fallimento avviene soprattutto per una sottostima degli investimenti, mancanza di personale efficiente nelle nuove start-up, mancata saturazione della nuova capacità produttiva (Yogurt company**), eccessivi costi per l'entrata nel mercato con i nuovi prodotti, contratti con condizioni penalizzanti nella formula di prezzi o dei costi.

*** **Yogurt company:** primo yogurt biologico, costavano molto, si acquistavano nelle latterie locali, capiscono che la domanda è troppo grande per loro che non avevano la capacità produttiva, perciò si espandono con un accordo tra i produttori di alcuni frutti, hanno comprato la capacità produttiva, producevano yogurt con il doppio marchio, ma questi accordi con i singoli produttori erano disastrosi in termini di tempistica. La Plasmon ha acquistato tutto ed ha soddisfatto la capacità produttiva vendendo il prodotto alle grandi distribuzioni.
- 5) **Costi eccessivi**, Il problema principale nei casi di ristrutturazione aziendale è legato alla competitività, quindi agire sui costi è di primaria importanza. In casi di crisi è importante ridurre i costi andando a: Costi troppo alti siano derivati da mancanza di economia di scala. Oppure costi troppo elevati sono legati ad inefficienze operative
- 6) **Politiche finanziarie errate/carenti**
 - **Regola generale n° 1** → occorre *evitare la sottocapitalizzazione e cercare di finanziare le proprie attività con debito*. Nonostante il capitale di terzi abbia un costo generalmente inferiore al capitale azionario, una eccessiva leva finanziaria incrementa i *costi di bancarotta*.
 - **Regola generale n°2** → i **debiti a breve** dovrebbero finanziare il capitale circolante, mentre i **debiti a medio-lungo termine** e il **capitale proprio** dovrebbero essere utilizzati per investimenti in immobilizzazioni. In generale, utilizzare gli strumenti finanziari adatti alla copertura dello specifico fabbisogno.
- 7) **Gestione del CCN inadeguata**, Le politiche di gestione del CCN sono importanti per tutte le aziende ma soprattutto per quelle che operano in settori ad alta stagionalità, con contratti

di lungo periodo e per le start up. Carente attenzione per CCN, può essere assegnare priorità a margini più tosto che alla gestione del pagamento di debiti, scarso monitoraggio

COME CLASSIFICARE LE AZIENDE IN CASO DI CRISI, GLI STADI DELLA CRISI.

1. **Incubazione** → **rallentamento del trend di crescita di fatturato/marginalità, fenomeni di inefficienza, risultati in pareggio, lievi tensioni finanziarie, assenza di erosione patrimoniale;**
2. **Primi sintomi** → **obiettivi di bilancio non rispettati, marginalità decrescente, crescita delle inefficienze, lieve aumento dell'indebitamento e/o dei tassi applicati dalle banche, peggioramento della liquidità;**
3. **Maturazione** → **Cali di redditività consistente, perdite, crescita dell'indebitamento, problemi al circolante, autofinanziamento inesistente, equilibrio finanziario non compromesso. L'impresa può sopravvivere ma la crisi deve essere bloccata;**
4. **Diffusione delle disfunzioni** → **inadempienza verso i fornitori non essenziali, perdita di forza contrattuale, riduzione dilazioni di pagamento, fiducia dei clienti, flussi di cassa negativi, squilibri monetari e finanziari, riduzione del patrimonio netto;** la crisi dell'impresa è percepita all'esterno;
5. **Crisi acuta** → **squilibrio globale, disfunzione generalizzata, blocco dell'operatività, insolvenza prolungata, patrimonio netto negativo, DISSESTO.**

VALUTAZIONE DELLE IMPRESE

Per analizzare un'azienda, bisogna analizzare nel dettaglio:

- **Redditività** (come viene generata, con mezzi propri, debito) ROE M.M
- **Struttura** (ci deve essere equilibrio nella struttura aziendale)
- **Flussi finanziari** (punto di contatto tra banca (da finanziamenti all'impresa,) ed impresa (rimborso i debiti contratti generando flussi di cassa)

Elementi collegati tra di loro, qualora andasse male si vedono segnali negli altri.

Fatturato	redditività	flussi
+	+	-
=	=	=
-	-	+

Schema che spiega l'andamento di queste 3 componenti in maniera fisiologica, quando uno di questi segni è invertito c'è un problema.

REDDITIVITA'.

Sono presenti svariati schemi, il più utilizzato è quello di M.Miller che ci dice quanta redditività dipende **da mezzi propri** o da **debito** (prestiti) o eventualmente da componenti straordinarie (vednita titoli, fa aumentare la redditività ma magari solo per un anno).

Qualora dovesse esserci una leva molto alta è sintomo di **INSTABILITA'** perché so che oggi l'azienda produce una certa redditività, ma la produce da debiti e quindi se non ripaga i suoi debiti un domani andrà in perdita. Perciò la banca deve capire se la redditività è prodotta da debito o da mezzi propri perché fa la differenza nella concessione di prestiti, idem per un investitore.

Per misurare la redditività : $ROA = \frac{OF}{D} \times \frac{D}{PN}$

STRUTTURA

Avere un equilibrio nella struttura patrimoniale è importante. **Affichè ci sia equilibrio le passività a breve devono essere coperte con attività a breve e quelle a lungo dalle attività a lungo.**

AC→PC ; AF→PD

Il rapporto tra AC/PC dovrebbe essere maggiore di 1, ciò significa che l'azienda ha una buona solidità e riesce a coprire le passività di breve periodo (debiti).

Il rapporto tra AF/PN ci dice quanto attivo fisso (immobilizzazioni) è a copertura del PN. Più è un valore alto più l'azienda è ben patrimonializzata.

Importante è capire se la redditività è coperta da mezzi propri (PN) o debito (PD), più un'azienda è ben patrimonializzata quindi ha un attivo fisso coperto da PN più è solida e stabile, capace di resistere a situazioni di stress. In caso contrario avremo una redditività volatile, ma dipende da caso a caso.

FLUSSI FINANZIARI

CAMPANELLI DI ALLARME: se un'azienda produce utili (redditività) ma non flussi di cassa non va bene perché non riesce a pagare i suoi debiti. La cosa più importante è infatti guardare oltre al fatto che un'azienda sia in utile o in perdita, se produce flussi, ossia se ripaga i debiti contratti.

Devo ragionare in maniera dinamica :

- 1) **Rispetto all'anno scorso quanto è cresciuto il fatturato?**

Vado subito a vedere il fatturato, se aumenta, DEVONO AUMENTARE anche i margini (ebit ed ebitda) perché aumentano i margini? perché per produrre EBITDA ci sono i costi fissi che probabilmente si sono ridotti (costo del lavoro, servizi, consumi) perché all'aumentare del fatturato ammortizzo di più quei costi, mentre i costi variabili si muovono con il fatturato.

→SE NON AUMENTANO I MARGINI, qualcosa non va. Almeno che non sia dato da strategie commerciali, quali riduzione di prezzi per conquistare più fetta di mercato, non va bene!

(breve esempio di imprenditore americano e italiano vedi quaderno)

In ogni caso l'obiettivo è capire quanta redditività si trasforma in cassa. Per prima cosa guardo quindi le aspettative, mi aspetto che all'aumentare della redditività i margini aumentino ma i flussi di cassa diminuiscano. I finanziatori guardano proprio questo la capacità di generare cassa per coprire i debiti, è inutile che un'azienda cresca e aumenti il suo fatturato ma in fin dei conti ha una leva altissima e non copre i suoi debiti perché quando la banca smetterà di concedergli finanziamenti e arriverà il momento di ripagare i debiti l'azienda fallirà quasi sicuramente. (salvo non abbia capitale da parte da apportare in azienda).

Le fasi di un'azienda sono espansione, stabilità e decrescita, un'azienda non può crescere all'infinito. **Se i flussi sono maggiori della redditività qualcosa non va.**

COME SANARE LA CRISI.

Un'azienda è in crisi, da un punto di vista del diritto fallimentare, nel momento in cui non ha le risorse finanziarie per pagare i propri debiti. Quindi un'azienda non è in crisi se ha marginalità negative (EBITDA o EBIT negativo), non lo è se ha un utile negativo, quindi un risultato netto di bilancio con segno negativo

Attori coinvolti nelle procedure di risanamento.

Quindi ci sono sempre almeno tre soggetti che intervengono: **azienda, ceto bancario e professionista attestatore.** Però, ci sono anche una serie di altri soggetti che di volta in volta vengono coinvolti, sia dal lato impresa che da quello istituti.

Per quanto riguarda gli attori lato impresa, abbiamo:

- **Temporary manager**, il quale andrà a sostituire il manager nelle operazioni di risanamento.

- **Chief restructuring officer**
- Una serie di **advisors** (*finanziario, industriale, IBR*) con il compito di valutare la convenienza della ristrutturazione, di assistere l'imprenditore nella predisposizione del Piano di Risanamento – inteso come somma del Piano Industriale e della Manovra Finanziaria

Per quanto riguarda quello lato banca, abbiamo:

- **Il loan agent**

E poi, oltre l'**attestatore**, il legislatore prevede anche:

- **Organi giudiziari, quindi il tribunale**
- **Il commissario giudiziale**

E poi ancora possiamo avere altri **advisor indipendenti** che possono **dover realizzare una serie di interviste o approfondimenti di caso in caso.**

Temporary manager

Detiene **l'affidamento temporaneo (3-36 mesi) della gestione di una società, o di parte della stessa, a soggetti altamente qualificati e motivati.**

Per rafforzare la sua efficacia e credibilità, egli viene opportunamente coinvolto all'interno del Consiglio di Amministrazione e dotato di tutti gli opportuni poteri e le deleghe necessarie allo svolgimento della propria attività,

CRO- chief restructuring officer → monitoraggio piano industriale e liquidità

Ci sono una serie di altre figure nelle operazioni di restructuring, come ad esempio il **chief restructuring officer (CRO), una specie di direttore finanziario in tempo di crisi.** È un soggetto che nel suo lavoro **deve cercare di far quadrare i conti nelle situazioni di maggior difficoltà.**

Controlla il piano industriale in termini di liquidità.

ADVISOR FINANZIARIO → Manovra finanziaria

Quello che succede è che **il ruolo dell'advisor finanziario diventa cruciale perché dovrà ascoltare i desiderata della banca grande, di quella piccola, di quella di factoring e so on.** A questo si potrebbe aggiungere anche l'erario e i dipendenti.

Già semplicemente con il canale bancario il lavoro dell'advisor finanziario è particolarmente difficile, e ciò che deve fare è **mettere insieme gli interessi dell'azienda con quelli delle banche, ovvero far sì che i flussi operativi previsti nel piano industriale siano capienti una volta che si sarà trovato un accordo con le banche finanziatrici della società stessa.** Questo accordo viene trovato attraverso **la costruzione di una cd manovra finanziaria.** La manovra finanziaria è semplicemente la sintesi degli accordi singoli che l'advisor ha trovato con ciascuna banca, li porta a fattore **comune e diventeranno la riga successiva rispetto ai flussi di cassa operativi in un ipotetico rendiconto finanziario, per stimare il pagamento degli oneri finanziari,** e una riga ancora successiva per immaginare le **modalità e le tempistiche di rimborso dei debiti finanziari.** Significa, in altri termini, **portare nel piano le decisioni prese con i singoli istituti finanziari dell'impresa.**

Manovra finanziaria riporta gli accordi con le singole imprese, stima i flussi di cassa, le tempistiche e modalista di rimborso dei debiti finanziari

ADVISORE INDUSTRIALE

Delle volte, quando il **piano industriale è più complesso** che va dai ricavi al reddito operativo, e che gestisce la **dinamica del circolante, degli investimenti e disinvestimenti** è **assai complesso,** perché l'azienda potrebbe **intervenire in più settori, più aree geografiche, più business unit,** potrebbe

essere necessario che intervenga **ad aiutare l'impresa e l'advisor finanziario** anche **un advisor industriale**, ossia il soggetto che **aiuti a costruire il piano unlevered***. Mentre solitamente gli advisor finanziari sono le classiche **big 4** e qualche altra struttura meno conosciuta, **gli advisor industriali generalmente intervengono quando l'impresa industriale è particolarmente grande e particolarmente complessa**. Essi generalmente sono **Bain, McKinsey, Roland Berger, Alixpartners**, e sono soggetti abituati a **ristrutturare le imprese, o a ripensare la strategia delle imprese a livello macro di settore**. Uno dei tanti esempi che si potrebbero fare riguarda McKinsey che negli anni si è occupata di **risanare, ristrutturare il sistema bancario in Italia**. Ora a livello europeo ci si sta preoccupando di ristrutturare tutta la filiera dell'automotiva, quindi gestire la relazione tra le case produttrici, i dealer e i singoli concessionari di auto, in modo tale da **permettere a questo mercato che si sta trasformando in maniera importante di esistere ancora**. Pensiamo a quello che sarebbe il contraccolpo, addirittura sulle nazioni, se grandi imprese come BMW o Toyota possano entrare in profonda crisi. Proprio per evitare questo, si sta ripensando il sistema stesso e i rapporti tra gli operatori all'interno del settore. Quindi questi soggetti possono intervenire come advisor industriali nella costruzione del piano unlevered della società, che poi verrà dato in "pasto" all'advisor finanziario che dovrà poi finanziare la manovra finanziaria.

** **Metodi Unlevered**: si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda

IBR → advisor industriale (scelto dalle banche)

Nelle situazioni ancora più complesse, l'advisor industriale che segue l'azienda può essere **affiancato da un secondo advisor industriale scelto dalle banche, e che deve predisporre una cd Independent Business Review (IBR), cioè una verifica terza delle assunzioni che sono alla base del piano industriale**. Un po' come se le banche non si fidassero delle valutazioni macroeconomiche di settore, e poi micro di impresa, che sono alla base del piano presentato. Per cui possono chiedere che l'advisor industriale, che aveva predisposto il piano insieme all'impresa, venga **affiancato da un soggetto ulteriore che predisponga un sanity check** delle ipotesi sottostanti il piano.

LOAN AGENT

Qualche volta le **banche** per essere sicure che negli anni del piano i flussi di cassa dell'impresa effettivamente seguano le destinazioni previste nel **piano chiama un'altra figura, il loan agent**. Questa deve **verificare, ogniqualvolta l'azienda pagherà ogni singolo euro che la destinazione dello stesso serva a pagare costi, ovvero debiti, che erano stati già previsti nel piano, altrimenti potrebbe bloccare il pagamento**. L'obiettivo è quello di **evitare che vengano distratte risorse dall'azienda per pagare debiti non previsti, costi che non erano stati immaginati, e quindi per dare maggiore certezza del flusso alle banche**.

ATTESTATORE

Una volta che avremo predisposto il **piano industriale e la manovra finanziaria**, il piano verrà messo nelle mani **del professionista attestatore**, cioè di un **soggetto terzo persona fisica che deve verificare se il piano effettivamente potrà essere realizzato, viene nominato dal debitore ed è iscritto nel registro dei revisori legali, che deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano**.

La legge prevede che sia un soggetto terzo sia all'azienda che alle banche finanziatrici.

Il suo ruolo è molto importante perché è una figura di equilibrio, indipendente rispetto le parti in causa, e non deve aver prestato lavoro negli ultimi 5 anni a favore del debitore, che deve verificare le probabilità di successo del piano industriale e della manovra finanziaria, in modo tale che con la sua relazione possa tranquillizzare le banche, dicendole che possono fare affidamento sui flussi di cassa che sono stati indicati nel piano e che saranno a servizio della remunerazione e del rimborso rinegoziato del vostro debito.

L'attestatore è responsabile delle affermazioni dette, qualora esponga false testimonianze è punito (reato).

Valuterà se i flussi stimati siano coerenti con l'attività della società, e quindi che possano essere realmente prodotti, valuterà anche il rischio legato al piano, simulando degli stress test per mettere alla prova i covenant forniti.

→ Una volta che il **professionista attestatore avrà redatto la sua relazione**, l'azienda e le banche si incontreranno per **firmare l'accordo, il quale prevederà che il loro debito verrà remunerato e rimborsato alle condizioni negoziate con l'advisor finanziario**. Da questo punto in poi il **piano dovrà "semplicemente" essere realizzato**.

FUNZIONAMENTO IN SINTESI DEI PIANI DI RISANAMENTO

La base di una ristrutturazione si basa sul convincimento di uscita dalla crisi nel breve periodo. L'azienda predisporrà un **piano finanziario di risanamento (siamo nell'art. 67) o ristrutturazione (art 182 o concordato)**. L'azienda **deve servirsi di advisor finanziari** che prende in mano la situazione finanziaria e **costruisce assieme al management il piano industriale**, dai ricavi fino al reddito operativo (con evoluzione del circolante e il capitale investito netto). **Predisporre dei free cash flow**, che la società immagina di produrre in futuro (si prevedono delle dismissioni, riduzione di costi, cessioni di costi, politiche sul magazzino). Dopo di che **l'advisor prende i flussi di cassa di cui la società dispone e coprirà il fabbisogno finanziario dell'impresa presente e futuro**.

Con i flussi di cassa operativi predisposti da oggi a 5 anni, bisogna rimborsare i debiti già accessi e presenti ad oggi. **L'advisor Finanziario deve incontrare la banca dell'impresa e cercare di risolvere la situazione che si è creata, negoziando i finanziamenti** che la banca ha già concesso alla società, magari la società ha oneri troppo alti. Se la banca decidesse di dare altri finanziamenti saranno più costosi ed persino i vecchi avranno oneri più altri perché subentra la mora.

Non ci si trova davanti ad una sola banca perché i finanziamenti concessi ad un'impresa possono derivare da più banche, e l'advisor dovrà negoziare con tutte le banche creditrici, le quali hanno interessi diversi.

Le banche possono aver concesso finanziamenti a m/l termine garantiti da ipoteca sul ciclo produttivo, oppure potrebbe aver concesso finanziamenti per remunerare il circolante, sono denari a breve termine concessi per anticipare le necessità aziendali. La banca che perde (quella che concede prestiti a breve) poco è la più rigida nella negoziazione, mentre per la banca che ha concesso il mutuo, se l'impresa va in default perderebbe tanto e sarà più propenso a trovare compromessi con l'advisor finanziario.

Perciò per concludere l'advisor dovrà negoziare un accordo attraverso la **manovra finanziaria che è la sintesi dei singoli accordi trovati con ciascuna banca**. Manovra perché stiamo cambiando la rotta dell'azienda in quando la precedente avrebbe portato al default.

Se il piano industriale (dai ricavi al reddito operativo) è **assai complesso** per vari motivi, potrebbe essere necessario l'intervento di un **advisor industriale** (bain, mckinsey) oltre all'advisor finanziario (come KPMG, deloitte ecc). **L'advisor industriale potrebbe essere affianco da un altro advisor, scelti dalla banca, che dovrà predisporre un IBR (independent business review) come un sanity check sulle ipotesi del settore sul quale è stato redatto il piano industriale.**

Una volta redatto il piano industriale verrà **consegnato ad un soggetto terzo** sia all'azienda che alle banche, **l'attestatore**. È una figura indipendente che verifica le **probabilità di successo del piano**, dando così sicurezza alle banche le quali potranno fare affidamento sui flussi di cassa previsti. Dopo che l'attestatore **farà la sua relazione**, ci sarà l'incontro tra banche-impresa per **firmare il loro accordo negoziato con l'advisor finanziario**. Da questo momento in poi si procederà con **l'attuazione del piano**. Le banche **tuttavia** per verificare che si stiano producendo i flussi di cassa previsti, chiama il **Loan agent** che deve verificare ogni volta che

l'azienda paga 1 euro, che la destinazione di questo euro serve a pagare debiti che erano stati già previsti nel piano, se così non fosse potrà impedire il pagamento, questo viene fatto per far sì che l'azienda non si indebiti ulteriormente.

Altre figure **come il CRO chief restructuring officer**, che cerca nelle situazioni di maggior difficoltà di far **quadrare i conti**.

PIANO DI RISANAMENTO ATTESTATO EX ART. 67 L.F.

Il piano di risanamento attestato rappresenta un esempio **di procedura** in continuità completamente **stragiudiziale**.

→ Prevede che non siano soggetti ad azione revocatoria gli Atti, i pagamenti e le garanzie concesse sui beni del debitore purché poste in essere nel PIANO DI RISANAMENTO.

L'applicazione della procedura ex art. 67 L.F. presuppone il soddisfacimento di determinati **presupposti di applicabilità**: un presupposto soggettivo, per cui il piano di risanamento è una soluzione fruibile soltanto dagli imprenditori commerciali "fallibili" e non piccoli, e un presupposto oggettivo per cui vi sia la sussistenza di uno stato di crisi temporaneo e reversibile, diverso dalla vera e propria insolvenza.

L'ex articolo 67 è un **articolo stragiudiziale e privatistico**: innanzitutto perché è un fatto che rimane nell'informativa tra banche e debitore. I soggetti terzi non sono tenuti ad essere al corrente dell'applicazione del piano, in quanto se ne venissero a conoscenza potrebbero anche non concedere più sconti o credito. Tuttavia, **è prevista la possibilità che i piani di risanamento ex art.67 possano essere pubblicati nel registro delle imprese su richiesta del debitore, al fine di ottenere benefici fiscali**.

Infatti, le plusvalenze, quali componenti di reddito straordinarie e tassate, non saranno imponibili nel caso in cui l'azienda pubblichi nel registro delle imprese l'avvenuta firma del risanamento dell'esposizione.

Generalmente i piani hanno una durata triennale o massimo quinquennale, ma non esistono riferimenti normativi circa la durata. Essa è certamente legata al settore in cui l'impresa opera, alle condizioni di mercato, alle caratteristiche peculiari dell'impresa stessa.

*****Il contenuto del piano di risanamento** risulta essere costruito in diverse sezioni riguardanti:

1. **Individuazione** caratteristiche della società e dei **fattori alla base della crisi aziendale**, distinguendo fra quelli interni ed esterni alla società.
2. **Predisposizione di un piano industriale e di una manovra finanziaria**. Le iniziative che possono essere previste dal piano possono riguardare **dal lato dell'industria**:
 - **Dismissione di surplus assets (in più);**
 - **Dismissione di business unit non core;**
 - **Riduzione dei costi di produzione;**
 - **Riduzione del personale;**

Dal lato finanziario invece per il risanamento dell'esposizione debitoria le principali iniziative che il piano può prevedere sono:

- **Consolidamento dei debiti**, non solo con le banche ma anche con i fornitori strategici;
 - Talvolta **una Ricapitalizzazione da parte dei soci** esistenti o anche di nuovi soci, con una preventiva apertura del capitale di rischio ai terzi;
 - Una **rimodulazione del debito bancario**, che può prevedere anche parzialmente uno stralcio
3. Il piano deve essere **poi aggiornato periodicamente** per capire il grado di scostamento rispetto alle previsioni che erano state fatte.

In ultima analisi il piano deve verificato da un attestatore, che dovrà conoscere in maniera approfondita l'azienda e possedere competenze sia in campo di revisione che di management.

In sintesi nell'ART.67 bis :

- Predisponi un piano industriale;
- Chiedi al tuo advisor finanziario di trovare un accordo con gli istituti creditori;
- Trasforma l'accordo in un unicum, ossia in una manovra finanziaria;
- Metti assieme la parte levered e unlevered del piano e **chiedi ad un terzo (attestatore)** di verificare la concreta fattibilità del piano.

PIANO DI RISTRUTTURAZIONE ART. 182 BIS L.F.

Qualora dovessimo essere in presenza di un grado di crisi sia reversibile che irreversibile ed una situazione più complessa in quanto non ci troviamo in presenza dello smobilizzo di un solo asset ma più asset, e in presenza di gestione di debiti verso più banche, perché l'ebit/da è negativo perciò bisogna ristrutturare l'azienda dal punto operativo e finanziario si dovrà applicare l'art. 182 il quale presenta alcune differenze rispetto all'art 67.:

- Procedura semi-giudiziale, è necessaria l'omologazione del piano da parte del T tribunale
- Necessità di adesione al piano di almeno 60% dei creditori (per poterlo portare davanti al tribunale)
- (Piano industriale diventa quindi un presupposto iniziale)
- È prevista l'iscrizione nel R.I in quanto c'è un intervento del tribunale.

Il piano di risanamento è costituito inoltre dalle stesse caratteristiche dell'art 67. ****vedi sopra**

Si compone di 3 Fasi principali:

- 1) **Fase stragiudiziale**, iniziale, di natura privatistica in cui si negoziano gli accordi con i vari creditori (e si cerca di capire se si riesce a raggiungere il 60%).
- 2) **Fase giudiziale**
 - a) Attestatore verifica la fattibilità del piano
 - b) Pubblicazione R.I
 - c) Omologazione tribunale
- 3) **Fase stragiudiziale**
 - a) Esecuzione del piano
 - b) Monitoraggio Loan Agent

Inoltre il piano di ristrutturazione dovrà essere:

- Attestato da parte dell'attestatore, soggetto terzo che [..]
- Omologato dal tribunale, la quale prevede il soddisfacimento dei creditori esterni all'accordo (i creditori aderenti al piano non possono più fare opposizione dopo 30 giorni dall'omologazione)
 - ◆ entro 120 giorni dall'omologa per i debiti scaduti;
 - ◆ entro 120 giorni dalla scadenza per quelli non scaduti.
- Deve assicurare il pagamento per i creditori non aderenti

Nel caso di fallimento dell'impresa inoltre è prevista l'azione revocatoria, SOLO SE è avvenuta l'omologazione del tribunale.

È preferibile un 182 che un 67 perché si va a diminuire la % di fallimento della società

L'UTILIZZO DEGLI STRUMENTI IBRIDI DI FINANZIAMENTO NELLA GESTIONE DELLE CRISI AZIENDALI.

La **struttura finanziaria** aziendale è formata da **capitale di debito e capitale di rischio (PN)**, tutte le volte che una **società va in ristrutturazione**, accade perché i **flussi non sono in grado di rimborsare i debiti contratti**.

Il CCN operativo si riesce a pagare ma non si riescono a pagare gli oneri finanziari in scadenza, e **attraverso accordi bancari si firma l'art 67 (talvolta anche il 182)**.

In questi casi si **chiedono dilazioni di pagamento alla banca**, una diminuzione del debito, uno **stralcio di oneri finanziari**, una **diminuzione dei tassi di interessi**.

Immaginiamo **che tutti inizino a fare queste richieste alla banca**, inevitabilmente si creerebbero delle **sofferenze dal punto di vista bancario**, le quali avrebbero più costi legati all'aumento della rischiosità dell'operazione ed al fatto che quei debiti probabilmente non verranno pagati dall'azienda.

Quindi serve **un mezzo che vada a trovare un compromesso tra le esigenze dell'azienda** (che non riesce a pagare i debiti) e **della banca** (che non può non riscuotere il finanziamento), questi sono **strumenti ibridi di finanziamento**.

Strumento finanziario è un mezzo per regolare finanziariamente delle transazioni, dovrebbero essere libere le modalità di contrattazione tra le parti ma in realtà esistono strumenti finanziari standard come il mutuo a prestito obbligazionario oppure anche le azioni, sono uno strumento finanziario per finanziare una start-up ad esempio.

Classificazione Strumenti finanziari per natura:

- **di debito**, gli accordi sulla remunerazione e il rimborso sono certe purchè ci siano i flussi (esempio: mutuo) non sono soggetti a dinamiche legate al rischio di impresa
- **equity, (strumenti di partecipazione)**

per clausole contrattuali:

- standard, previste dal codice civile
- ibridi, non previsti dalla legge, ma date da un accordo fra le parti

per obiettivi:

es: raccogliere soldi per lo sviluppo, o per finanziare acquisizioni, espansione, ecc.

Vediamo nella tabella agli estremi debito ed equity ed in mezzo gli strumenti finanziari ibridi

	EQUITY	SFP	SFD	DEBITO
<i>classificazione contabile</i>	PN - "capitale sociale"	PN - "riserva SFP"	DEBITO - "D" passivo oppure FONDO - "C" passivo (dipende se è certo o solo probabile)	DEBITO - "D" passivo
<i>valutazione (OIC)</i>	valore nominale (conferimento)	valore nominale (apporto)	variabile (valore presumibile rimborso)	valore nominale (rimborso)
<i>valutazione (IAS)</i>	valore nominale (conferimento)	valore nominale (apporto)	amortised cost (da rideterminare annualmente)	amortised cost
<i>inquadramento fiscale</i>	equity (remunerazione: dividendo)	equity (se remunerazione totalmente legata a risultati economici = utile)	equity oppure atipici	debito (remunerazione: interessi)
<i>inquadramento legale</i>	norme civilistiche sulle azioni/quote	2346 comma 6 (autonomia negoziale)	2411 comma 3 (autonomia negoziale)	norme civilistiche su mutui, PO, ecc.

A livello di collocazione nei bilanci:

- L'equity lo troviamo all'interno del PN
- Debito nelle passività della situazione patrimoniale
- SFP nella SP in riserve o utili di esercizi precedenti
- SFD, sempre in SP in debiti finanziari o in riserve a seconda che il debito verrà rimborsato o meno

Capirne la collocazione è importante in quanto:

- le SPF vengono regolate dall'art 2346 c.c
- le SPD vengono invece regolate dall'art 2411 c.c

Le azioni- Equity costituiscono quindi **strumenti finanziari classici e sono standardizzate**, facciamo però una distinzione tra:

- **Azioni privilegiate**, danno **privilegi economici alla partecipazione degli utili**, **ma non ti danno diritto al voto nell'assemblea ordinaria**, danno il vantaggio di partecipare agli utili senza occuparsi della gestione dell'impresa.
- **Azioni di risparmio, prive di diritto di voto, ma privilegiate nella restituzione del dividendo** erano destinate ai piccoli risparmiatori, ma hanno totalmente fallito, *non si emettono più*. I fondi speculativi comprano azioni di risparmio e privilegiate, perché provano a lucrare rispetto al prezzo pagato, nei casi tragici aziendali
- **Azioni di godimento**: danno **maggiori garanzie sul dividendo e sul capitale**, non danno il diritto di voto, ma altri diritti, *come il minimo garantito sull'interesse e la ripartizione del patrimonio sociale*.
- **Azioni riscattabili o redimibili**, prevedono un *potere di riscatto da parte dell'azienda o dei soci come una opzione CALL/PUT*, è una modalità sostitutiva rispetto all'earn-out. E hanno procedure meno complicate.
- **Azioni a favore dei prestatori d'opera**, consegna delle **azioni e definisci le remunerazioni con il dipendente**, ma non essendo azioni ordinarie, il dipendente non partecipa all'assemblea, non può votare, ma ha una remunerazione in più (*come un bonus*)
- **Azioni correlate**, correlano lo **stacco del dividendo a specifici risultati raggiunti** in determinate aree aziendali.
- **Azioni speciali**, incorporano diritti economici o amministrativi oppure diversi gradi di rimborso in caso di liquidazione ecc.

LIMITE QUANTITATIVO

Il legislatore ha posto questi limiti nell'emissione di azioni speciali che non possono eccedere i 50% del capitale sociale.

SFP- strumenti finanziari partecipativi

Non sono azioni ne quote, ma possono dare diritti al possessore. Inoltre **non hanno limiti quantitativi in rapporto con il capitale sociale**. Possono essere di **debito o equity**.

Vengono **collocate in riserva all'interno del PN** per quelli di equity, per **quelli di debito in riserve o debiti finanziari a seconda del grado di rimborso del debito**.

Lo **statuto** deve prevederne **la possibilità di emissione e regolarne la disciplina**.

Sono strumenti che possono essere emessi a favore di soci o terzi (come prevede il c.c) quindi sono **strumenti flessibili** che possono concedere diritti patrimoniali, amministrativi ecc.

La **scelta di uno strumento** piuttosto che un altro è **correlata al tipo di obiettivo** che l'azienda vuole raggiungere, il **valore dello strumento** finanziario va ad **influenzare l'equity value**, perciò la scelta di uno strumento deve essere fatta da consulenti professionisti.

Analizziamo quelli SFP di equity

ART 2346 co.[6] prevede che :

2346 co.[6]: «*Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione.*»

Dalla prima riga "apporto da parte dei soci o terzi" significa che lo SFP può essere emesso non solo a favore dei soci, ma anche soggetti terzi, quali creditori, fornitori, dipendenti, banche. È quindi uno strumento finanziario **FLESSIBILE** che consente soprattutto nei casi in cui l'azienda si trova in ristrutturazione, di emettere questi strumenti a favore di banche, dipendenti e fornitori. Possono concedere diritti patrimoniali (partecipazione utili) e amministrativi (voto in specifiche materie). Oppure possono essere utilizzati Per convertire i debiti in equity ecc.

SPD di debito

Il driver non è l'equity, ma il debito

PROCESSI VALUTATIVI PER LE AZIENDE IN CRISI.

Distinguiamo in Metodi valutativi:

- Patrimoniali
- Redditali
- Finanziari
- Di mercato (multipli)

METODI PATRIMONIALI

Un'azienda vale per gli asset di cui dispone, si fa un elenco degli attivi, gli do un valore di mercato li si somma e sottraggo le passività, trovando un patrimonio netto ma espresso al valore di mercato. Quindi, **un'azienda vale per il suo patrimonio netto (Attivo – Passivo) espresso a valori di mercato.**

Vantaggi: analiticamente prendiamo tutte le voci, senza escluderne nessuna. Prendo anche quei

valori che non stanno negli attivi ma creano valore per la società (come **immobilizzazioni immateriali: il marchio, l'avviamento**)

Svantaggio: È dato dal fatto che l'azienda viene valutata dal valore intrinseco degli asset che possiede.

In condizioni non di crisi questo metodo patrimoniale viene utilizzato per stimare il valore delle **holding** per stimare le sue partecipazioni, ma anche per stimare un valore del fondo.

In condizioni di crisi, lo si utilizza perché non si producono più flussi ma si hanno asset, perché la legge prevede che con 182 debba portare un'ipotesi fallimentare da fare con ipotesi fallimentare.

METODI REDDITUALI

Stiamano il valore dell'impresa in base ai margini che genera, quindi il RO, l'utile che genera. **E i flussi di reddito vanno attualizzati al netto delle tasse. Coincide con il metodo finanziario** però **il driver non è il flusso di cassa ma quello di reddito.**

Adotto questo metodo quando l'azienda da valutare non ha in programma di effettuare importanti **investimenti di sviluppo o trasformazione**. Un **azienda matura** deve essere valutata con questo metodo perché la differenza tra flusso di cassa e reddito è nullo. Non fa né investimenti né disinvestimenti ecco perché il flusso è nullo ($Ro - \text{tasse} + \text{ammortamenti} - \text{investimenti} + / - \text{assorbimento di cassa}$ che per un'azienda matura non è significativa).

Nelle ristrutturazioni invece NON si applica questo metodo, perché hanno situazioni complesse e negative da gestire.

METODI FINANZIARI

Attualizza i flussi di cassa operativi attualizza con il WACC, **stimo valori di start-up o società che devono ancora raggiungere la loro maturità e devono fare investimenti. Nel mondo delle ristrutturazioni vengono utilizzate spesso ma con delle varianti (APV) che vedremo in seguito**

METODI A MULTIPLI

Costruisci un paniere di società comparabili alla ns, **si individua un multiplo di mercato**, e lo applico alla mia grandezza economica che tipicamente è il fatturato (oppure ebitda o utile dipende da cosa voglio vedere).

È un metodo che non stima il valore dell'impresa (fair value) ma mi aiuta a stimare il prezzo corrente dell'impresa. Nel mondo delle **ristrutturazioni è difficile da fare, perché dovrei trovare nel mercato un paniere di imprese quotate in ristrutturazioni simili alla nostra**, un po' difficili da trovare.

Nel caso di restructuring quali metodi utilizzo? Quella Patrimoniale quando faccio confronti con ipotesi patrimoniali e **quelle finanziarie** con delle correzioni che ora vedremo.

Caratteristiche delle aziende in crisi vanno determinate e sono (sintomi crisi analizzati nella I parte del corso)

- **Vendite stagnanti**, e tassi di crescita nulla o negativi, quindi un fatturato in contrazione. Immagino il fatturato del 2020 e devo avere in mente i 3a precedenti e i 3 anni futuri ai fini della mia valutazione, questi piani presentano tassi di crescita negativi, che è un segnale di impresa in declino con fatturato in decrescita.
- Abbiamo anche **dei margini in contrazione**, legate al punto precedente ossia un fatturato in diminuzione, che ci fa perdere marginalità
- **Massicci disinvestimenti**, dovuti ad investimenti fatti nel passato finanziari a leva, che non sono più necessari rispetto alla mia situazione attuale e a quella futura, perciò devo disinvestire, e lo faccio nei confronti degli asset non core e quelli immobiliari. Li tratto a parte rispetto al piano perché sono legati non più all'attività operativa (asset non core)
- **Alti dividendi/ acquisto di azioni proprie**, possono esserci situazioni in cui l'azionista nonostante non c'erano le condizioni si è distribuito dividendi straordinari, basso PN e flussi negativi o nulli.

- **Leva finanziaria**, basso PN elevato indebitamento finanziario. Per stimare i flussi di cassa li attualizzo al costo medio ponderato di capitale (WACC).

DIFFICOLTA' DELLE VALUTAZIONI

Sta nel fatto che certi asset gestiti dall'azienda non valgono più nulla, a magari potrebbero assumere valore se gestiti da altri.

Ecco perché è importante osservare l'EVA, mi dice la differenza che c'è tra **quanto rende un asset e quanto costa all'azienda finanziariamente gestire quell'asset**

$$EVA = (ROIC - WACC) * CI$$

ROIC = Rendimento dopo le imposte sul capitale investito
WACC = Costo medio ponderato del capitale
CI = Capitale investito

✓ Le aziende che presentano un WACC superiore al ROIC stanno distruggendo valore

Le aziende che presentano una WACC superiore al ROIC stanno distruggendo valore. In questo caso si suddivide l'azienda per asset che creano valore e asset che distruggono valore.

Altre Problematiche da affrontare nella valutazione di aziende in crisi, sono:

Tassi di crescita negativi, la riduzione della domanda di mercato, diminuzione della quota di mercato e disinvestimento dei core assets conducono a dei tassi di crescita delle vendite e degli utili nulli o negativi. **Il problema sta nell'individuare il tasso di crescita per stimare il terminal value.**

Tassi di sconto, per attualizzare un flusso devo stimare il costo medio del capitale, ho 3 variabili da stimare:

- Costo debito
- Costo equity
- Pesi, uso la struttura finanziaria dell'azienda o di mercato alla data di valutazione perché penso che non si muova in maniera significativa

Il rapporto di indebitamento è molto alto, il PN può essere anche negativo, e nel corso del piano con la ristrutturazione è previsto lo stralcio delle sofferenze in PN, perciò devo tenerne conto quando stimo i costi del capitale.

Inoltre vi è il passaggio **dal valore dell'impresa a quella di mercato, voglio capire quanto vale il PN netto dell'impresa a valore di mercato** perciò un volta che stimo i flussi di cassa e trovo al valore di impresa, **devo sottrarre i debiti finanziari, ma quali tolgo?** Pre o post ristrutturazione, perché si deve considerare **il tema dello stralcio**. Lo stock di debito avrà un valore che cambierà a seconda del valore che inserisco nel piano di ristrutturazione

GLI ERRORI NELLE VALUTAZIONI SONO QUINDI:

- Usare tassi di crescita positivi o nulli per stimare il terminal value. (ossia il valore a cui cedo l'azienda, il valore finale) poiché i tassi di crescita di un'azienda in crisi sono negativi
- Usare un unico tasso di sconto per stimare il costo del debito potrebbe non essere coerente con il piano di ristrutturazione.
- Usare medie storiche di incidenza dei costi per determinare i margini futuri, corrisponde ad affermare che negli anni futuri ci sarà la stessa marginalità pre-crisi.

- Valore **degli investimenti vanno gestiti a parte**, e non inseriti nel piano.

Abbiamo detto che il metodo patrimoniale e quello finanziario sono i più indicati per valutare un'azienda in crisi. L'utilizzo **del metodo finanziario però presenza alcuni accorgimenti**.

Normalmente **stilo un piano, stimo i CF** di ogni singolo anno del piano, stimo **un terminal value** ed **attualizzo**. Dovrò però *decidere quale tasso di sconto usare, quale tasso di crescita usare e poi aggiungere come surplus assets eventualmente i disinvestimenti*.

Le crisi aziendali si differenziano a seconda della reversibilità dello stato di crisi e la probabilità di fallimento. Per fare questo dovremmo idealmente costruire una **matrice** dove andiamo a mettere su due variabili la :

- **reversibilità del declino dell'impresa, se reversibile (art 67) se non (art 182 bis)**
- **% la probabilità di fallimento, alta o bassa**

1) **CRISI REVERSIBILE, % FALLIMENTO BASSA**

- In questo caso l'azienda in crisi presenta margini negativi, ma dovuto a fattori interni (management)
- Perciò valuto il valore dell'azienda se rimasse l'attuale manager, e rifaccio la valutazione qualora il management dovesse cambiare.
- Valuto ovviamente l'opzione più conveniente.

2) **CRISI IRREVERSIBILE, % FALLIMENTO BASSA**

- In questo caso l'azienda in crisi presenta margini negativi, ma dovuto a fattori esterni, macroeconomici.
- Stimo il valore attuale dell'azienda, e stimo il valore qualora smobilizzo asset al Fair value di mercato

3) **CRISI REVERSIBILE, % FALLIMENTO ALTA**

È una situazione più complicata. Sarà presente un piano di ristrutturazione, l'azienda potrà non fallire qualora trovasse degli accordi con le banche, se così non fosse avrò 4 opzioni:

a) **Incorpo la probabilità di default nella stima di flussi e tassi di sconto**

b) **Stimo la probabilità di default separatamente**

c) **APV**, adjusted present value (la più utilizzata) che è una correzione del metodo di valutazione finanziaria **con la quale calcolo:**

1. **Valore società se finanziata solo dall'equity (azionisti)**
2. Valore del **beneficio fiscale** che potrebbe essere ottenuto dalla manovra finanziaria presentata alle banche
3. **Costi diretti ed indiretti** sostenuti per il fallimento

d) **Trattare l'equity come un'opzione PUT** sul valore della società

4) **CRISI IRREVERSIBILE, % FALLIMENTO ALTA**

Situazione più complicata valuterò l'azienda al valore di liquidazione (e non a quello di mercato) utilizzando il metodo patrimoniale.

REAL ESTATE

L'immobile è come un'impresa, il prodotto venduto dall'immobile è lo spazio, perciò vende spazio. Può venderlo o affittarlo, il prodotto avrà declinazioni in base alle caratteristiche dell'edificio.

Può essere un bene di investimento, un bene ceduto, o affittato.

Il valore dell'edificio, è il flusso di cassa associato all'utilizzo del bene.

L'edificio è un'azienda che vende lo spazio e vale per i flussi derivanti dalla vendita dello spazio,

posso vedere un piano dell'azienda, un edificio, oppure posso affittare.

Prima invece un immobile valeva per M2 di cui era composto, in realtà il driver è l'utilizzo dell'immobile, ed i flussi di cassa generati.

Come categorizzarli?

Rispetto all'immobile siamo i proprietari o gli utilizzatori, e si parla di immobili in via di sviluppo, oppure da ristrutturare, o ancora già ristrutturati e quindi pronti per essere utilizzati.

Il mondo real estate ha come caratteristica il valore dei singoli asset, ed è inoltre semplice, perché non servono business plan, ma si fanno ricavi (locazione) – costi (costi variabili legati alla casa, per la gestione della locazione e le varie imposte) *il CE è molto semplice.*

L'immobile inoltre non è solo l'edificio, ma si attribuisce anche il valore del suolo. Le loro caratteristiche variano nel tempo, possono diventare obsolete.

Capiamo come categorizzare gli immobili, 3 grandi aree:

- 1) **Residenziale**, appartamenti abitati, case unifamiliari, il vero immobile
- 2) **Commerciale**, possono essere :
 - **Fungibili** i centri direzionali, logista, capannoni e quindi si può cambiare l'utilizzo di quel bene perciò il loro valore cambia, la loro domanda è molto più ampia.
 - **non fungibili** stabilimenti industria pesante come acciaio, che non possono essere convertiti in altre cose, perciò la loro domanda è limitata perché ci svogli un'unica funzione.
 - **Attività svolta al loro interno**, quindi hotel, centri commerciali, residenze sanitarie, quindi il valore dipende dal tipo di attività svolta all'interno. Quindi il ricavo è dato dalla locazione + % sul fatturato.
- 3) **Suoli**, possono essere
 - **Brown field**, campi di patate
 - **Green field**, possono essere edificabili

Come sono i criteri di valutazione, sono presenti 3 fasi:

- 1) Preliminare, si **individua l'oggetto** e la **finalità** di valutazione, il valore da stimare. Si fa un'analisi e si raccoglie la documentazione necessaria
- 2) Operativa, parte con il sopralluogo, poi **applica la corretta metodologia di stima**, raccoglie i parametri per stimare il valore, calcola il valore e redige una perizia.
- 3) Conclusiva, infine si valutano i risultati.

Il metodo di valutazione:

- **Metodo Comparativo**, il più utilizzato è quello comparativo **di multipli di mercato**. (quanto vale al m2 l'appartamento? Lo si confronta con un panieri simile)
- Criteri **legati al costo di ricostruzione**, che non sempre però è adatto al caso di specie.
- Legati al **valore di trasformazione**
- **Legati alla valutazione economica** (reddituale, finanziario)

SPF, sono degli strumenti finanziari ibridi diversi e alternativi rispetto agli strumenti finanziari classici regolati da procedure std (come per esempio le azioni le quali sono regolate dal c.c.) gli spf non sono ne azioni, ne quote, l'emissione deve essere prevista dallo statuto il quale ne deve regolare anche la disciplina.

Sono strumenti flessibili in quanto possono essere emessi a favore di soci o soggetti terzi, e la scelta di uno strumento è correlata al tipo di obietto che l'azienda vuole raggiungere, il valore di un spf influenza il l'equity value perciò va scelto con accortezza da professionisti in ambito aziendale.

Dal punto di vista operativo, contabile gli spf possono essere di equity o di debito, quelli di equity verranno inseriti nelle riserve del PN, quelli di debito in riserve o debiti di finanziamento a seconda del grado di rimborso del debito.