

Gennaio 2019

## **L'Amministrazione Straordinaria: appunti sull'attività prognostica del Commissario Giudiziale e programmatica del Commissario Straordinario**

*Giampiero Russotto, Docente incaricato economia aziendale, Università degli Studi di Firenze*

### **1. La fase giurisdizionale di osservazione della Prodi bis.**

L'Amministrazione Straordinaria si articola in due fasi, una giurisdizionale e una amministrativa: mentre la seconda rappresenta lo sviluppo della prima, quest'ultima è giuridicamente necessaria e ha una funzione meramente preliminare o interinale o altrimenti detta di "osservazione".

Più specificamente, è giuridicamente necessaria, nel senso che si tratta di una fase inderogabilmente prescritta dalla legge e automaticamente conseguente all'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza di un'impresa commerciale idonea ad essere assoggettata alla procedura *de qua* in quanto dotata dei requisiti dimensionali (quantitativi) di ammissibilità; inoltre, la sua funzione è meramente preliminare o interinale, nel senso che essa ha l'obiettivo limitato di imporre il rispetto di un periodo di osservazione e di gestione temporanea sotto controllo giudiziario, al termine del quale spetta all'Autorità Giudiziaria valutare se si debba passare alla seconda fase, cioè alla Amministrazione Straordinaria vera e propria, ovvero dichiarare il fallimento.

E' infatti al termine della prima fase giurisdizionale di osservazione, durante la quale il Tribunale può adottare gli opportuni provvedimenti conservativi nell'interesse della procedura (art. 21 d.lgs. 270/1999) quali i provvedimenti di natura cautelare tipici diretti ad evitare dissipazioni o distrazioni di patrimonio da parte dell'imprenditore (come sequestri conservativi o giudiziari, apposizioni di sigilli, provvedimenti ex art. 700 c.p.c.), che viene accertata la sussistenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali così come prescrive l'art. 27 del D.Lgs 270/99; in mancanza l'impresa insolvente è dichiarata fallita.

Il momento centrale è pertanto l'accertamento della sussistenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'impresa. Di tale accertamento è investito il Commissario Giudiziale, mentre la vigilanza sulla gestione è attribuita al Tribunale ed al Giudice Delegato.

## La gestione dell'impresa insolvente

La dichiarazione dello stato di insolvenza non produce *sic et simpliciter* un'interruzione dell'esercizio dell'impresa; anzi, la procedura presupporrebbe, salvo casi limite, che vi sia una continuazione dell'attività, ma il Tribunale dovrà stabilire, con scelta discrezionale, se lasciarne la gestione all'imprenditore ovvero affidarla al Commissario Giudiziale sino a quando non verrà decisa l'ammissione, o meno, all'Amministrazione Straordinaria.

Successivamente alla dichiarazione dello stato di insolvenza, il Tribunale può quindi con decreto affidare la gestione al Commissario Giudiziale in caso di:

- (a) Comportamenti scorretti dell'imprenditore insolvente, al quale sia stata lasciata la gestione;

oppure per

- (b) Sopravvenuta opportunità di affidamento della gestione al Commissario Giudiziale, al fine di far riacquistare credibilità all'impresa nei confronti di fornitori e finanziatori.

Si è detto che in questa fase preliminare la gestione continua anche se non è scontato che debba esserlo l'attività. Appare evidente infatti che l'attività può continuare se le condizioni finanziarie lo consentono.

Molto spesso, infatti, l'impresa insolvente si presenta alla procedura senza adeguata liquidità che deve essere reperita, anche per le esigenze di mantenimento dell'efficienza produttiva ed amministrativa, alienando, in regime di urgenza, ad esempio, beni *no-core*.

## La conclusione della fase di osservazione

L'eventuale apertura della fase successiva di Amministrazione Straordinaria presuppone l'accertamento da parte del Commissario Giudiziale delle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'impresa da realizzarsi, alternativamente, tramite:

- a) la cessione dei complessi aziendali, sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno ("programma di cessione dei complessi aziendali");
- b) la ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni ("programma di ristrutturazione");

b-bis) [per le società operanti nel settore dei servizi pubblici essenziali] la cessione di complessi di beni e contratti sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno ("programma di cessione dei complessi di beni e contratti").

L'esito dell'accertamento nel periodo di osservazione del Commissario Giudiziale è illustrato in una relazione che, oltre a fornire una descrizione particolareggiata delle cause dello stato di insolvenza, deve contenere una valutazione motivata sulle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico; sarà poi il Tribunale a valutare, sulla base di questa relazione, se ammettere l'impresa alla procedura di Amministrazione Straordinaria ovvero dichiararne il fallimento (art. 28 d.lgs. 270/1999).

La legge indica un termine (non perentorio) di appena trenta giorni dalla dichiarazione dello stato di insolvenza per il deposito in cancelleria della relazione e dei suoi allegati (art. 28 d.lgs. 270/1999); tuttavia, di norma questo adempimento avviene in tempi più lunghi, considerata la complessità dell'analisi delle cause dell'insolvenza e della valutazione della modalità di risanamento più adatta per l'impresa ed ovviamente le dimensioni e la complessità della stessa.

Nel medesimo termine, ordinario o prorogato, il Commissario Giudiziale deve altresì trasmettere una copia della relazione al Ministero, che nei successivi dieci giorni deve depositare al Tribunale il proprio parere non vincolante in merito all'ammissione dell'impresa alla fase di Amministrazione Straordinaria.

Infine, un avviso dell'avvenuto deposito in cancelleria della relazione è affisso a cura del Cancelliere, così da consentire all'imprenditore insolvente, ai creditori e ad ogni altro interessato di prenderne visione ed estrarne copia e di presentare eventuali osservazioni scritte (artt. 28, comma 4 e 5, e 29, comma 2, d.lgs. 270/1999).

Sin qui la parte strettamente procedurale.

### **Le concrete prospettive di un equilibrio economico**

Si è detto quindi che in un brevissimo lasso di tempo il Commissario Giudiziale deve descrivere in modo particolareggiato le cause dello stato di insolvenza graduandone, possibilmente, l'intensità e ciò anche al fine di fornire una valutazione motivata circa l'esistenza delle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali per il tramite, alternativamente, della:

- a) cessione dei complessi aziendali, sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno ("programma di cessione dei complessi aziendali");
- b) ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni ("programma di ristrutturazione");
- b-bis) cessione di complessi di beni e contratti sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno ("programma di cessione dei complessi di beni e contratti") per le società operanti nel settore dei servizi pubblici essenziali.

L'attività del Commissario Giudiziale deve quindi essere incentrata sull'esame dell'azienda in senso storico, per la determinazione delle cause che hanno comportato lo stato di insolvenza, e prospettico-prognostico con il supporto di raffinate tecniche aziendalistiche di analisi di bilancio statiche (per indici) e dinamiche (per flussi) con le quali poter determinare se l'impresa sarà in grado di ottenere il risanamento sperato e, segnatamente, il suo riequilibrio economico sia in caso di cessione che di ristrutturazione. Sul punto, appare opportuno un riferimento alla relazione al D. Lgs. n. 270/99, la quale chiarisce come il giudizio sul recupero dell'equilibrio economico sia diretto ad accertare le "potenzialità effettive di ripristino di un rapporto non deficitario tra costi e ricavi".

Si tratta quindi, in definitiva, di immaginare le concrete prospettive di riequilibrio economico tramite due scenari alternativi, cessione e risanamento, all'interno dei quali l'azienda, al termine del processo, che dovrà avvenire necessariamente nei tempi previsti dalla norma, potrà aver subito delle modificazioni anche sostanziali.

Alla luce di ciò, l'art. 27 D. Lgs. n. 270/99 non richiede l'accertamento della concreta prospettiva di un riequilibrio finanziario dell'impresa, ma la semplice verifica di sussistenza di "concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali", non rientrando peraltro tra i presupposti del programma di cessione il fatto che la prosecuzione dell'impresa non produca perdite.

Dunque, le sole obbligazioni che devono essere contemplate nell'analisi sono quelle legate all'ordinaria dinamica operativa della (futura) attività e cioè i costi operativi diretti, la cui misura - per garantire l'equilibrio economico - dovrà essere inferiore (o al massimo eguale) alla dimensione dei corrispondenti ricavi.

L'analisi dell'equilibrio economico dell'attività imprenditoriale richiesto dalla legge non si focalizza pertanto sul problema dei debiti pregressi che attiene al passato, bensì si rivolge alla futura gestione economica, che deve manifestare un *nuovo* equilibrio tra costi e ricavi. E' evidente, però, che un'attenta e precisa analisi delle cause che hanno condotto l'azienda in stato di insolvenza, potrà senz'altro essere di ausilio al Commissario Giudiziale, prima, ed all'eventuale Commissario Straordinario, poi, nella sua scelta.

Si è detto quindi che l'equilibrio economico è il requisito principe da verificare per dare l'impulso alla procedura. In base alle nozioni diffusamente utilizzate nella disciplina aziendale, appare essenziale quindi verificare che l'impresa sia in grado di generare un margine operativo lordo (o EBITDA) positivo.

Esso, infatti, rappresentando il differenziale tra il valore della produzione ed i costi industriali della produzione stessa (materie prime e complementari, mano d'opera, servizi, spese generali, costo del management), dimostra la capacità dell'impresa di generare sufficienti margini economici nella sua attività tipica ed esprime con approssimazione i flussi finanziari generati dalla gestione.

Probabilmente ancora più significativa potrebbe essere l'analisi del NOPAT (EBIT-Imposte) proprio per la pertinenza e significatività che esso rappresenta.

### **La cessione dei complessi aziendali**

Occorre considerare che il combinato disposto degli artt. 27 e 63 del D. Lgs. 270/99 evidenzia come, in caso di adozione di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno, l'intervento di risanamento possa essere funzionale alla cessione stessa e come quest'ultima possa costituire, a sua volta, una modalità di ripristino dell'equilibrio economico-finanziario.

Alla stregua di tale impostazione - che chiaramente valorizza il disposto dell'art. 27, comma 2 lett. a) del D. Lgs. 270/99 - l'oggetto del giudizio prognostico che il Tribunale è chiamato a formulare nel momento in cui deve essere sciolta l'alternativa tra procedura conservativa e procedura fallimentare andrebbe individuato nella credibilità dei complessi aziendali, attività che l'avveduto Commissario Giudiziale ha già attivato, a fini conoscitivi e propedeutici per la procedura, nel periodo di osservazione.

Determinante, in questo senso, è il combinato disposto del comma 3 dell'art. 62 e dei primi due commi dell'art. 63 del D. Lgs. 270/99, in forza dei quali, per le aziende e i rami di azienda in esercizio:

- (a) la stima deve tener conto *“della redditività, anche se negativa, all'epoca della stima e nel biennio successivo”*;
- (b) l'acquirente deve *“obbligarsi a proseguire per almeno un biennio le attività imprenditoriali”* e *“a mantenere per il medesimo periodo i livelli occupazionali stabiliti all'atto della vendita”*.

Il dato positivo dimostra come l'equilibrio economico possa conseguirsi anche come effetto terminale del programma di cessione e addirittura quale effetto terminale della adozione del piano che l'eventuale parte acquirente del ramo di azienda dovrà obbligarsi ad adottare in sede di perfezionamento della cessione dell'impresa.

Ad ulteriore conferma di quanto sopra evidenziato è possibile richiamare il terzo comma dell'art. 63 del D. Lgs. 270/1999, in virtù del quale la scelta dell'acquirente è effettuata tenendo conto non solo *“dell'ammontare del prezzo offerto”* ma anche *“dell'affidabilità dell'offerente”* e *“del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali da questi presentato, anche con riguardo alla garanzia di mantenimento dei livelli occupazionali”*.

Nel complesso appare evidente come vi siano numerosi indici testuali che consentono di collocare su un piano di sostanziale equivalenza i concetti di *“concrete prospettive di riequilibrio economico”* e *“credibilità”* dell'impresa. Infatti, considerato che il presupposto di cui all'art. 27 del D. Lgs. 270/99 si configura come parametro economico, si rende necessario un accertamento circa la presenza, nell'impresa, di potenzialità tali da rendere ragionevolmente ipotizzabile che l'acquisizione dell'azienda sia conveniente

nell'economia di un ipotetico acquirente e che, ad un tempo, l'inserimento dei complessi aziendali da risanare in una nuova compagine proprietaria possa produrre vantaggi in termini di redditività.

D'altro canto va osservato che la conservazione dell'attività non deve, in effetti, riguardare necessariamente tutti i rami d'azienda facenti capo all'imprenditore, prevedendo l'art. 56, lett. a) del D. Lgs. 270/99 la diversa possibilità di liquidare quelli c.d. "secchi"; e ciò allo scopo di evitare che una eventuale cessione dei predetti congiuntamente ai complessi aziendali da mantenere in operatività, influendo negativamente su questi ultimi, possa essere di ostacolo al recupero del valore del ramo.

Gli elementi di valutazione aziendale possono pertanto essere desunti dalle previsioni interne all'azienda insolvente e, in particolare, dalle previsioni elaborate dal top management.

Sulla base di tali considerazioni, il Commissario Giudiziale potrà fare prioritario riferimento alle proiezioni di sviluppo economico predisposte dall'azienda stessa, in base alle quali effettuare poi analisi critiche e considerazioni di ragionevolezza basate su una molteplicità di elementi valutativi esterni ed all'analisi storica dei bilanci riclassificati secondo lo schema più aderente e compatibile con l'attività caratteristica dell'azienda. Successivamente potrà poi predisporre una simulazione numerica volta a delineare le previsioni di sviluppo previsionale che potrebbero portare a un incremento di ricavi e a una riduzione di costi, indispensabili per il recupero dell'equilibrio economico.

Ecco che quindi la tecnica di formulazione di business plan e budget economici scorrevoli, aventi cadenza trimestrale, direttamente correlati ad indagini di marketing surrogate da analisi storiche per indici, potrebbero aiutare a delineare gli orizzonti prossimi dell'azienda nei quali trovare il sospirato recupero dell'equilibrio economico.

Oppure il Commissario Giudiziale potrebbe ricorrere ad un bando esplorativo vincolante per verificare la disponibilità del mercato a riassorbire, in tutto o in parte, l'azienda. Infatti, qualora il bando restituisse delle risposte positive, il professionista Commissario Giudiziale si troverà molto più a suo agio dovendo decidere su ipotesi già formulate da valutarsi caso per caso in funzione di determinati variabili.

Tutte le considerazioni e le proiezioni sin qui svolte hanno una loro validità sempre che l'equilibrio sia possibile e raggiungibile.

La storia della procedura di Amministrazione Straordinaria insegna, infatti, che in alcuni casi sono state fatte scelte forse troppo precipitose, magari sotto la pressione, anche condivisibile, di carattere sindacale, sociale e tutela del lavoro, legata comunque all'occupazione ed all'accesso alla CIGS, ipotizzando come raggiungibile un precario equilibrio economico con un programma di cessione, quando, una più lucida e cinica analisi avrebbe forse fatto più opportunamente propendere per la dichiarazione di fallimento.

Magari l'opportunità di procedere ad uno *spezzatino* dell'azienda, comunque previsto dalla norma ma spesso osteggiato in sede di trattativa sindacale da logiche legate alle mansioni, all'anzianità del lavoratore ed ai livelli, sarebbe da prendere maggiormente in considerazione, sempre che, ovviamente, la struttura aziendale lo consenta.

Parrebbe comunque che la componente finanziaria, allo stato, non sia determinante al fine di addivenire all'avvio di un programma di cessione dei complessi. In effetti ciò è vero, seppur in parte.

Infatti se da un lato la cessione dei complessi aziendali dovrà essere effettuata avendo riguardo - nella selezione del possibile acquirente - non solo al profilo del prezzo ma anche al profilo della sua competenza industriale, delle garanzie di salvaguardia del patrimonio produttivo e del mantenimento dei livelli occupazionali, e quindi tralasciando la componente debitoria che rimarrebbe in capo alla procedura, è pur vero che l'avvio di un programma di cessione dei complessi aziendali può comportare il serio rischio di perdite di esercizio nell'arco temporale intercorrente tra l'avvio della procedura di Amministrazione Straordinaria ed il perfezionamento della vendita e, dall'altro, l'eventualità che la procedura non disponga delle risorse necessarie alla copertura del fabbisogno finanziario relativo alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale.

Ecco che quindi, atteso che sia stata verificata la possibilità di un riequilibrio economico tramite la cessione dei complessi aziendali, questa potrà avvenire "a caldo", ovvero con l'azienda in regime di prosecuzione dell'attività se la liquidità lo consente, o "a freddo" ovvero con l'azienda ferma in caso contrario.

### **La ristrutturazione economica e finanziaria**

Più complicata è la verifica della possibilità di ristrutturazione economica e finanziaria per via interna con il ritorno *in bonis* dell'impresa.

Si è già evidenziato come, ai fini dell'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria, la valutazione del Commissario Giudiziale si incentri preliminarmente sulla verifica dell'esistenza di un equilibrio economico delle attività imprenditoriali, collocando in secondo piano - in questa analisi preliminare tipica della fase giurisdizionale - il profilo debitorio dell'impresa insolvente.

Tale elemento, tuttavia, non può essere trascurato in occasione della scelta tra i due indirizzi alternativi già in precedenza richiamati ed ai quali corrispondono, sotto il profilo sostanziale, due diverse "gradazioni" di crisi in virtù delle quali cambiano le modalità e potenzialità di recupero.

Nel primo caso (programma di cessione) appena esaminato, è possibile ripristinare nel futuro l'equilibrio tra costi e ricavi, senza tuttavia che ciò consenta anche di sanare *per integrum* le passività precedentemente accumulate, anzi, tale evenienza non è neanche presa in considerazione: la conservazione del patrimonio produttivo si attua, quindi,

tramite un mutamento della titolarità dell'impresa, della quale viene evitata, nelle more, la dissoluzione.

Nel secondo caso (programma di ristrutturazione), invece, l'Amministrazione Straordinaria prelude al recupero, da parte dell'impresa, della capacità di soddisfare regolarmente anche le obbligazioni pregresse e, dunque, al suo ritorno *in bonis*.

La gravità dello stato di insolvenza quindi si riflette, come è del tutto evidente, nella scelta dei programmi.

Ricordando che l'insolvenza è un concetto tipicamente finanziario, nel primo caso (programma di cessione) si è di fronte ad una crisi strutturale e quindi più grave dove i costi coprono stabilmente i ricavi e le perdite hanno già eroso tutta la liquidità e generato debiti non più rimborsabili: i complessi aziendali sono quindi ceduti ad altro imprenditore ed i creditori sono soddisfatti attraverso i meccanismi tipici del concorso previsti dagli artt. 67 e segg. del D. Lgs. n. 270/99; nel secondo caso (programma di ristrutturazione), lo stato di insolvenza è meno grave e la crisi, soprattutto di origine finanziaria, risulta fattivamente reversibile nell'arco del biennio previsto dal del D. Lgs. n. 270/99 perché non strutturale ed i costi sono stabilmente, o con frequenza ondivaga, sotto i ricavi.

In quest'ultimo caso, peraltro rarissimo (1 su 155), il Commissario Giudiziale dovrà verificare, sempre in via prognostica ed avendo ben presente che il ciclo finanziario è più lungo del ciclo economico e che solo un ciclo economico positivo può generare risorse atte al recupero dell'equilibrio finanziario nel medio periodo, la capacità di recupero di detto equilibrio con indicatori di *performance* e talune grandezze gestionali, quali, ad esempio, la normalizzazione del perimetro e del mix produttivo, che consentono, anche ad un soggetto non coinvolto nella gestione, di disporre di strumenti di misurazione della effettiva capacità di riequilibrio anche finanziario dell'azienda.

La normalizzazione interesserà quindi principalmente:

- il perimetro, che è costituito dalla struttura produttiva dell'impresa e dalla sua capacità di interazione con il mercato: ad esempio, il numero dei punti vendita e gli stabilimenti produttivi localizzati in aree territoriali diverse, laddove il dato deve essere normalizzato sulla base del perimetro esistente, espungendo *location* dismesse e introducendo quelle acquisite;
- il mix produttivo, che è invece costituito dal portafoglio di prodotti, servizi e *brand* che l'impresa offre sul mercato e con il quale intende soddisfare le attese dei clienti o dei consumatori. Ogni suo mutamento incide sulla struttura dei costi e deve essere considerato nella valutazione comparativa dei dati storici.

Occorre quindi immaginare le azioni necessarie per il raggiungimento dello scopo dovendo, ad esempio:

- a) muovere dai **ricavi**, nelle due componenti di prezzo e di quantità, e confrontarli con quelli del mercato, avendo riguardo alla stagionalità e al mix produttivo previsto.

La valutazione dell'andamento dei ricavi non può infatti prescindere dall'andamento del **portafoglio ordini** in quanto costituisce il principale e più affidabile dato di anticipazione dei risultati futuri: è normale, al riguardo, che non appena avuta notizia dell'accesso alla procedura la clientela assuma un atteggiamento diffidente sulla capacità dell'impresa di portare a buon fine il risanamento e tenda a differire gli ordinativi. Tale fenomeno è significativamente diverso da settore e settore: esso è minimo in caso di vendita diretta al consumatore finale, mentre cresce quando il cliente è un'impresa, aggravandosi ulteriormente in caso di processi di business nei quali tra ordine e consegna intercorre del tempo e raggiungendo il suo livello massimo nei comparti nei quali *l'output* è costituito da prestazioni di durata;

- b) esaminare il **marginale di contribuzione per unità di prodotto**, pari alla differenza tra prezzo di vendita e costi variabili unitari, al fine di verificarne l'allineamento con quanto avviene sul mercato;
- c) valutare l'andamento dei **costi fissi**, per verificarne l'adeguatezza e la sostenibilità. È in questa fase che il Commissario Giudiziale, per evitare di alterare il dato, deve isolare il costo delle azioni in corso di implementazione che non hanno ancora cominciato a rilasciare i relativi benefici;
- d) verificare infine che le **azioni** immaginate, in termini di costi e benefici, siano fattibili, efficaci e quindi efficienti.

La disamina deve essere condotta poi per **SBU** (*strategic business unit*), intendendosi con tale acronimo l'unità dell'impresa che ha la responsabilità di sviluppare la strategia di uno specifico segmento di *business*, per verificare se presenta strategie indipendenti dalle altre attività, strutture di costo separate e presidi organizzativi e responsabilità autonome.

Non si tratta pertanto di comprendere se la gestione stia o meno erodendo risorse altrimenti disponibili in quanto le azioni di ristrutturazione industriale, necessarie e propedeutiche alla rimozione delle cause della crisi, nella loro prima fase di implementazione tendono, come già detto, ad assorbire risorse. Si tratta bensì di accertare se la ristrutturazione economica e finanziaria sia in grado o meno di garantire concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico

La prima verifica che dovrebbe compiere il Commissario Giudiziale in questa fase attiene all'analisi del **marginale di contribuzione** (differenza tra ricavi unitari e i soli costi variabili). La presenza di un margine di contribuzione negativo è, infatti, un indicatore di

grave inadeguatezza del business che rende improbo, per non dire impossibile, ogni tentativo di ristrutturazione.

In presenza di un *margin* di *contribuzione negativo*, maggiore è la produzione maggiore sono le risorse disperse al punto che l'interruzione immediata dell'attività, anche in presenza di costi di struttura che continuano a correre, è comunque vantaggiosa per i creditori.

La seconda disamina attiene al **Margine Operativo Lordo**<sup>1</sup> (MOL). Solo se esso (e ancor più di esso il **NOPAT**, *Net Operating Profit After Taxes* che differisce dal MOL o EBIT solo in quanto porta in conto anche le imposte sul reddito) si presenta a tendere positivo, la gestione appare in astratto suscettibile di riequilibrio.

Un piano manifestamente infattibile, in presenza di un MOL strutturalmente negativo, comporta dispersione di risorse cui consegue necessariamente la negazione della prospettiva di risanamento che, come tale, deve essere intercettata dal Commissario Giudiziale.

Il MOL, peraltro, come anzi rappresentato, risente della stagionalità dell'impresa e presenta una marcata volatilità nel corso dell'esercizio, anche per effetto dell'impatto reputazionale che deriva al debitore dalla notizia di accesso alla procedura.

Di tali elementi il Commissario Giudiziale deve tenere conto, desumendo dalla negatività del MOL un sintomo di manifesta infattibilità del piano di ristrutturazione solo se sono vere tutte le seguenti condizioni:

- a) pur depurato dell'effetto della stagionalità, il MOL si pone al di sotto delle attese di piano;
- b) la sua *under-performance* ha un'intensità tale da indurre a ritenere che oltrepassi i limiti della normale volatilità;
- c) deve essere strutturalmente negativo e pertanto la sua negatività non deve trovare giustificazione in eventi di natura contingente destinati rapidamente a rientrare.

Occorre però che il Commissario Giudiziale affianchi al MOL degli strumenti di allerta più adeguati a misurare l'andamento della gestione: la prassi aziendalistica denomina tali indici/grandezze indicatori di *performance*, meglio noti come **KPI - key performance indicator**. Un KPI o indicatore chiave di prestazione, è una misura quantificabile che una società utilizza per determinare in quale misura gli obiettivi prefissati operativi e strategici vengono raggiunti.

---

<sup>1</sup> Il riferimento al MOL è giustificato dal fatto che, rispetto all'utile netto, esso non risente di ammortamenti, interessi passivi e degli elementi straordinari geneticamente sorti nei precedenti esercizi. Isolare tali oneri consente di valutare l'impatto della sola continuità sul grado di soddisfacimento dei creditori.

Essi, applicati alla procedura in esame, devono rispettare alcune caratteristiche principali (v. Borsa Italiana, Guida al Sistema di Controllo di Gestione, 2011, pubblicata sul sito di Borsa Italiana [www.borsaitaliana.it/azioni/comequotarsi/guide/guida-al-sistema-di-controllo-di-gestione](http://www.borsaitaliana.it/azioni/comequotarsi/guide/guida-al-sistema-di-controllo-di-gestione)):

- rilevanza, cioè idoneità a rappresentare grandezze significative per la misurazione del valore e del grado di raggiungimento degli obiettivi strategici;
- misurabilità, ovvero possibilità di quantificazione;
- continuità, intesa come confrontabilità nel tempo delle informazioni prodotte e delle misurazioni effettuate;
- uniformità di definizione, intesa come univocità del processo di individuazione e di descrizione per tipologia, dimensione di calcolo e fonte di rilevazione.

Per cogliere i momenti maggiormente critici della conduzione aziendale, la selezione deve essere molto accurata, avendo riguardo alle specificità del business e alle modalità della sua conduzione (c.d. business model).

Gli indicatori di *performance* possono essere i più disparati. Quelli, peraltro, in grado effettivamente di fornire segnalazioni efficaci sull'effettivo andamento aziendale sono pochi e diversi in relazione al settore di attività e al modello di *business* adottato. Si tratta pertanto di individuare sul campo gli indicatori più efficaci e tra questi quelli di più immediata rilevazione.

Il Commissario Giudiziale, muovendo dall'indagine sulle cause della crisi, è in grado di cogliere gli elementi critici del business che sono maggiormente incisi da incertezza e fattori di rischio e, sulla base di questi, di procedere all'individuazione degli indicatori di *performance* chiave che gli consentono, nel durante il periodo di osservazione, di attingere alle informazioni aziendali in modo efficiente, sintetico ed efficace.

Nel prospetto contenuto nell'Appendice 1 si forniscono esempi di KPI, più evoluti, che presentano particolare significatività per specifici settori di attività, restando inteso che l'accuratezza nella loro individuazione dipende significativamente dalle specificità della singola realtà.

## **2. La fase amministrativa della Prodi bis.**

La fase amministrativa inizia con il decreto del Tribunale ex art. 30 D.Lgs 270/99 a cui sussegue la nomina del o dei Commissari Straordinari da parte del Ministero dello Sviluppo Economico.

Le prerogative e le competenze del Commissario Straordinario sono estremamente differenti da quelle del Commissario Giudiziale. In buona sostanza, giusto per operare un discrimine, a quest'ultimo è affidata, ad esito della fase di osservazione, la valutazione

prognostica circa la concretezza delle prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'impresa; compete invece al primo la scelta dell'indirizzo di programma per esperire il tentativo di giungere, in punto di fatto, al riequilibrio economico.

Da questo momento, quindi, il nominato Commissario Straordinario ha sessanta giorni per predisporre un programma redatto secondo gli indirizzi alternativi di cui alla fase giurisdizionale ed conformi a quelli di politica industriale del Ministero in modo da perseguire il riequilibrio economico e salvaguardare:

1. L'unità operativa dei complessi aziendali;
2. Gli interessi dei creditori.

Il programma deve comunque indicare:

- a) le attività imprenditoriali destinate alla prosecuzione e quelle da dismettere;
  - b) il piano per la eventuale liquidazione dei beni non funzionali all'esercizio dell'impresa;
  - c) le previsioni economiche e finanziarie connesse alla prosecuzione dell'esercizio dell'impresa;
  - d) i modi della copertura del fabbisogno finanziario, con specificazione dei finanziamenti o delle altre agevolazioni pubbliche di cui è prevista l'utilizzazione.
- d-bis) i costi generali e specifici complessivamente stimati per l'attuazione della procedura, con esclusione del compenso dei commissari e del comitato di sorveglianza.

Se è adottato l'indirizzo della cessione dei complessi aziendali, il programma deve altresì indicare le modalità della cessione, segnalando le offerte già pervenute o acquisite, nonché le previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori.

Se è adottato l'indirizzo della ristrutturazione dell'impresa, il programma deve indicare, in aggiunta a quanto stabilito nelle lettere da a) a d-bis), le eventuali previsioni di ricapitalizzazione dell'impresa e di mutamento degli assetti imprenditoriali, nonché i tempi e le modalità di soddisfazione dei creditori, anche sulla base di piani di modifica convenzionale delle scadenze dei debiti o di definizione mediante concordato.

L'adesione ad uno dei due indirizzi alternativi impone, in realtà, una "scelta di campo" tra due prospettive tra loro molto diverse: la cessione dell'azienda è infatti diretta a realizzare la conservazione del complesso produttivo ricollocandolo presso un nuovo imprenditore e fa discendere il soddisfacimento dei creditori dal ricavato della cessione; la ristrutturazione si propone invece come un ritorno in bonis dell'azienda, da cui conseguirebbe la soddisfazione integrale dei creditori. Sotto altro profilo, mentre la struttura giuridica di un programma per cessione è univoca nel contenuto (pur

differenziandosi volta a volta in funzione della cessione unitaria o frazionata del complesso aziendale), il programma di ristrutturazione può assumere forme molto diverse, atteso che il ripristino delle condizioni di solvibilità può essere realizzato, in astratto, attraverso una molteplicità di soluzioni tecniche (anche variamente combinate tra loro: conversione parziale dei debiti a capitale, dilazioni di pagamento, nuova finanza, interventi di ricapitalizzazione ad opera dei soci o di terzi, ecc.).

Tuttavia, ogni valutazione in ordine alla fattibilità concreta di un programma di ristrutturazione non può prescindere dall'analisi delle cause di insolvenza di cui si è già detto nella fase prognostica: è infatti ovvio che un programma di ristrutturazione potrà avere concrete possibilità di successo soltanto laddove sia possibile progettare e controllare, con ragionevole grado di attendibilità, interventi industriali e finanziari che appaiono ex ante idonei a rimuovere, stabilmente, le cause che abbiano condotto l'impresa all'insolvenza.

Già in via generale, per dato di comune esperienza, sebbene non manchino ovviamente eccezioni, un "solido" programma di ristrutturazione non può prescindere da adeguati interventi di ricapitalizzazione, soprattutto nei casi in cui, da un lato, esista uno squilibrio tra mezzi propri e mezzi di terzi e, dall'altro lato, l'attività caratteristica richieda una costante capacità di investimento nel tempo.

### **Il Programma di cessione dei complessi aziendali**

Il programma di cessione, come detto, deve essere redatto in conformità agli indirizzi di politica industriale del Ministero dello Sviluppo Economico di salvaguardia dei complessi aziendali.

Ciò posto le linee guida per la sua redazione sono:

- un rapido richiamo di sintesi alle fasi ed ai tempi della Procedura in atto, al fine di collocare le previsioni di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico nel contesto dell'attuale fase della gestione;
- la individuazione del perimetro aziendale in continuità che sarà oggetto di cessione;
- il piano di liquidazione dei beni non funzionali all'esercizio dell'impresa;
- le previsioni economiche e finanziarie connesse alla prosecuzione dell'esercizio di impresa e le modalità di copertura del fabbisogno finanziario;
- le scelte relative all'indirizzo del risanamento, da realizzarsi tramite la cessione dei complessi aziendali, secondo l'opzione ex art. 27, comma 2, lettera a) del citato d. lgs. n. 270/99, con evidenziazione delle modalità di cessione e con le analisi di scenario in ordine alla presumibile soddisfazione dei creditori;

- una riflessione sulla necessità o meno di ricorrere, nel caso di specie, alla garanzia del Tesoro per sopperire alla mancanza di liquidità necessaria per continuare l'attività dalla data di apertura della procedura e sino all'avvenuta cessione;
- le modalità della cessione, segnalando le offerte pervenute o acquisite, nonché le previsioni in ordine alla soddisfazione dei creditori.

Per quanto invece attiene all'aspetto più marcatamente procedurale, il programma deve fare riferimento ai dettami di cui all'art. 62 del D.Lgs 270/99 per cui:

- a) i beni devono essere alienati in conformità alle indicazioni del programma autorizzato;
- b) la vendita deve avvenire con forme adeguate rispetto alla natura dei beni e idonee a consentire il miglior realizzo, nel rispetto dei criteri generali stabiliti in sede ministeriale;
- c) le cessioni qualificate di beni immobili, aziende e rami d'azienda (oltre € 51.645,69) devono essere effettuate previo espletamento di idonee forme di pubblicità;
- d) il valore dei beni oggetto di cessione deve essere preventivamente determinato da uno o più esperti nominati dal Commissario Straordinario.

Appare di tutta evidenza poi che il programma dovrà considerare unicamente il modello della gara competitiva quale forma di vendita dei complessi mentre, *repetitia juvant*, i criteri cui si deve ispirare saranno:

- 1) salvaguardia dell'unità operativa dei complessi aziendali anche con funzioni di pubblico servizio;
- 2) considerazione anche dell'interesse dei creditori delle singole Società insolventi, sotto il profilo della misura (ragionevolmente prevedibile) e dei tempi di soddisfacimento dei loro crediti;
- 3) pubblicità e trasparenza della procedura che condurrà alla cessione;
- 4) utilizzazione di "*forme adeguate alla natura dei beni e finalizzate al miglior realizzo*" dei complessi aziendali dismessi, stimolando una opportuna competitività tra potenziali acquirenti.

Questi due ultimi criteri derivano da una lettura coerente e sistematica dell'intera disciplina, con particolare riferimento all'art. 62 del D.Lgs. n. 270/1999.

Essi peraltro devono necessariamente caratterizzare la procedura come di natura tipicamente pubblicistica, il cui esito finale rimane quello di salvaguardare l'integrità e l'operatività dei complessi aziendali cedendoli a terzi, salvo poi utilizzare i proventi

ottenuti per il soddisfacimento dei creditori, nella misura che sarà consentita dall'entità degli incassi.

Criteri di coerenza industriale impongono che l'obiettivo di dismissione di complessi aziendali appartenenti ad una realtà complessa, in una situazione di insolvenza ed in costanza della Procedura, con i vincoli legislativi e industriali evidenziati in precedenza, non può peraltro prescindere dal considerare gli elementi formali e sostanziali che normalmente il mercato si attende vengano seguiti in occasione della cessione di siffatte realtà.

Si fa qui riferimento alla cosiddetta *best practice* di mercato, intendendosi con ciò l'approccio migliore per presentare al mercato l'oggetto della dismissione e successivamente gestire la procedura fino al raggiungimento dell'obiettivo.

Tanto più in considerazione dei notevoli impegni che l'acquirente dei complessi aziendali dismessi dovrà assumere, tra cui in particolare il mantenimento del livello occupazionale, l'affidabilità e il piano di prosecuzione attività.

Il programma di cessione non potrà quindi ignorare alcune fondamentali regole di mercato per la dismissione di attività imprenditoriali in funzionamento, in un'ottica di piena trasparenza.

La procedura di cessione dovrà quindi essere gestita secondo consolidati standard, tra i quali:

- invito a manifestare interesse;
- comunicazione a coloro che avessero manifestato interesse all'acquisizione delle regole che la procedura stessa seguirà per giungere alla definitiva dismissione del complesso aziendale;
- disponibilità di informazioni simmetriche adeguate (virtual data room) per i potenziali acquirenti, che dovranno essere messi in grado di valutare contemporaneamente il profilo di rischio-opportunità dell'investimento;
- timing adeguato, che tenga conto delle necessarie esigenze procedurali ma anche della situazione di mercato e delle esigenze gestionali;
- corretto temperamento tra gli interessi di competitività "tout court" tra tutti i partecipanti ammessi alla procedura di dismissione e la necessità di mantenere sufficienti margini di elasticità, da gestire anche mediante trattative dirette;
- previsione esplicita della possibilità per l'acquirente di esperire determinate verifiche (cd. Due Diligence), che potranno essere preliminari alla formulazione di un'offerta vincolante ovvero successive.

Il puntuale rispetto di tali regole di mercato, insieme ad altre di più limitato impatto, garantirà la massima efficacia nella gestione di una procedura di dismissione, assicurando di conseguenza ritorni finanziari adeguati alle potenzialità del complesso aziendale.

Si è detto che nella filosofia ispiratrice dell'Amministrazione Straordinaria, la cessione dei complessi aziendali dovrà essere eseguita avendo riguardo, nella scelta dell'acquirente tra i vari ipotetici, non solo al profilo del prezzo, ma anche al profilo della competenza industriale e delle garanzie di salvaguardia del patrimonio produttivo e di mantenimento dei livelli occupazionali.

In tal senso, il Commissario Straordinario dovrebbe prevedere nel programma un sistema a punti da assegnare ad ogni fattore vincolato al fine di ponderare l'omogeneizzazione delle diverse offerte sulla base di assegnazione della seguente formula:

$$PO_{tot} = PO_t + PO_e,$$

ove:

$PO_{tot}$  = punteggio totale

$PO_t$  = punteggio legato alla componente tecnica dell'offerta

$PO_e$  = punteggio legato alla componente economica dell'offerta.

Ogni componente sarà poi sviluppata in sotto componenti a cui sarà dato un peso tale che la somma dei sotto-pesi sia pari al peso della componente principale.

In definitiva questo sistema di punteggi è teso a rendere la scelta tra le singole offerte pervenute, meno arbitraria possibile.

Definito il programma, questo sarà sottoposto al vaglio del Comitato di Sorveglianza ed al MiSE per l'approvazione; dopodiché il Commissario Straordinario avrà un anno di tempo (oltre eventuale proroga) per la sua esecuzione.

## **Il Programma di ristrutturazione**

Preliminarmente è necessario ricordare che tra TUTTE le 115 aziende che sono state ammesse alla procedura di Amministrazione Straordinaria ex D.Lgs 270/99 sino al 2016, solo una (Arquati spa) ha attuato, ed eseguito, un programma di ristrutturazione.

In tutti gli altri casi si è trattato di recupero dell'equilibrio economico-finanziario attraverso un programma di cessione dei complessi aziendali andato più o meno a buon fine.

Fatta questa doverosa premessa e senza soffermarsi sugli elementi tipicamente procedurali ma focalizzandoci sul contenuto del programma di ristrutturazione, vi è da considerare che questo, nella sua fase esecutiva e quindi una volta approvato dal MiSE,

viene monitorato costantemente nella sua esecuzione e svolgimento biennale (salvo proroga) dal Commissario Straordinario che di fatto sovrintende il risanamento.

La sorveglianza sull'adempimento prevista dall'art. 61 del D.Lgs 270/99, con obbligo di riferire al MiSE con cadenza trimestrale, impongono al Commissario Straordinario la verifica della presenza, in via prognostica, di flussi di cassa al servizio del debito liberi (e pertanto non occorrenti per la copertura del fabbisogno della operatività) adeguati rispetto al fabbisogno della procedura e di MOL positivi.

Si tratta, quindi, non solo di monitorare sull'andamento del risanamento, ma anche sul permanere delle condizioni di capacità di adempiere al risanamento.

A tal fine è opportuno che il Commissario Straordinario indichi nel programma le modalità con il quali egli svolgerà l'attività di sorveglianza, individuando criteri *ad hoc* costituiti da specifiche grandezze in grado di esprimere, a parere dello scrivente, considerata la preminente componente finanziaria, i flussi di cassa liberi al servizio del debito da ristrutturare.

La grandezza che meglio di ogni altra è in grado di esprimere i flussi di cassa liberi al servizio del debito, e quindi, nella specie, del debito concorsuale derivante dall'adempimento del programma è il **FCFO** (acronimo di **Free Cash Flow From Operations**) pari a:

Margine Operativo Lordo

*(meno/più) variazione positiva/negativa del fabbisogno per la copertura del Capitale Circolante Netto (CCN) pari alla variazione del delta algebrico crediti verso i clienti (più) delta algebrico rimanenze di magazzino (meno) delta algebrico debiti diversi da quelli concorsuali verso fornitori (meno) delta algebrico dei debiti di altra natura diversi dai concorsuali*

*(meno) investimenti previsti a piano*

*(meno) imposte sul reddito.*

Se i flussi liberi al servizio del debito FCFO sono in linea<sup>2</sup> con quelli previsti dal programma, non emergono elementi sintomatici di un'incapacità alla ristrutturazione. Se, viceversa, sono inferiori occorre risalire alle relative cause (economiche e finanziarie), per valutare il permanere o meno delle condizioni che consentono il risanamento e rivedere (eventualmente) di conseguenza il programma.

Queste ultime dovranno essere accuratamente costruite con riferimento alla stima delle variazioni di Capitale Circolante Netto in quanto elemento inciso da maggiore volatilità. Tale stima presuppone l'analisi del cash conversion cycle. Per cash conversion cycle si

---

<sup>2</sup> La lettura critica dei FCFO non può prescindere dalla analisi della stagionalità del MOL.

intende il periodo intercorrente tra il pagamento degli acquisti e l'incasso dei ricavi: esso considera necessariamente sia il processo di trasformazione attraverso il quale l'impresa apporta il proprio valore aggiunto, sia i tempi di attraversamento di magazzino.

In forma aggregata, l'indicatore che esprime in quanti giorni mediamente l'impresa è in grado di "monetizzare" la sua attività è dato da:

$$DSO + DIO - DPO = X \text{ gg}^3$$

ove

DSO (*Days Sales Outstanding*) indica i tempi medi di incasso

DIO (*Days Inventory Outstanding*) indica i tempi di rigiro del magazzino

DPO (*Days Payable Outstanding*) indica i tempi di pagamento dei fornitori

Gli effetti della stagionalità sul fabbisogno di capitale circolante non devono essere trascurati. La maggior parte dei settori industriali, infatti, presuppone una stagionalità intrinseca del business, vuoi per una dinamica disomogenea delle vendite nel corso dell'anno, vuoi per il processo di approvvigionamento che può comportare periodi di acquisto in blocco in determinati mesi a causa di dinamiche di mercato specifiche di ogni settore: tali eventi si ripercuotono, in misura anche rilevante, sull'andamento del capitale circolante in corso d'anno e sul conseguente fabbisogno. La considerazione del mero dato consuntivo di fine anno può essere, pertanto, almeno in parte fuorviante, in quanto non considera i picchi di fabbisogno che si creano in corso d'anno; solo attraverso l'analisi della stagionalità, con particolare riguardo agli effetti sul capitale circolante, permette di dimensionare correttamente i fabbisogni finanziari dell'impresa.

Si pensi, per esempio, alle catene retail di abbigliamento. La maggior parte opera attraverso due collezioni annuali (primavera/estate e autunno/inverno) e gli approvvigionamenti sono effettuati, in larga parte, presso paesi esteri, in particolare nel sud-est asiatico, dal che deriva una necessità di l'acquisto dei capi con largo anticipo (circa 4-5 mesi) rispetto all'inizio della stagione, due volte all'anno, al fine di garantire un assortimento puntuale dei punti vendita per tutta la stagione.

La tipicità di questo business implica quindi un picco di fabbisogno di circolante causato dal pagamento dei debiti verso i fornitori e dallo stoccaggio delle merci in magazzino, tipicamente nei mesi di marzo-aprile (per la stagione Primavera/Estate) e agosto-settembre (per la stagione Autunno/Inverno).

Quanto alla misurazione del cash conversion cycle e delle sue componenti si rinvia all'Appendice 2.

---

<sup>3</sup> L'indicatore dovrebbe essere confrontato con il benchmark del settore di riferimento per investigare le differenze analizzando le singole componenti che lo compongono.

Come anzi detto, la tempestività di rilevazione è di fondamentale importanza per consentire al Commissario Straordinario di porre in essere le azioni opportune in caso di scostamenti rilevanti del programma. Il calcolo del FCFO prospettivo è peraltro un calcolo complesso che richiede tempo ed è difficilmente eseguibile in continuo. Tornano pertanto di grande utilità gli indicatori di allerta dell'andamento aziendale costituiti dai KPI *ut supra*.

Si tratta, allora, di comprendere se il Commissario Straordinario sia o meno in grado di rilevare gli elementi che inducano a ritenere non pregiudicata la capacità di adempimento del programma, pur se tardivo, da parte dell'impresa.

La risposta deve essere data affrontando il tema del grado di probabilità della fattibilità del programma e, segnatamente, del conseguimento di flussi di cassa liberi al servizio del debito (quali anzi rappresentati).

Già si è detto che il programma di ristrutturazione non può essere per sua natura fisso e che scostamenti dell'effettivo andamento aziendale sono inevitabili.

Alla luce dell'andamento della gestione nella sua fase esecutiva, il Commissario Straordinario dovrebbe svolgere un'indagine critica sulle cause degli eventuali scostamenti rispetto al programma e rettificarlo ex art. 60 D.Lgs 270/99.

Quella della revisione critica del programma in corso d'opera è un esercizio assai meno complesso di quanto possa apparire a condizione che il programma sia stato costruito con analiticità e in modo argomentato e controllabile sulla base di un *business plan* credibile e fattibile. Si tratta quindi dei seguenti presupposti:

- a) che il programma rechi le assunzioni sulla base delle quali è costruito;
- b) che rechi separata evidenza dell'effetto delle azioni non ancora attuate al momento di redazione del documento;
- c) che sia disponibile e verificabile il modello matematico di calcolo (in altre parole il foglio di calcolo *excel*) e che le assunzioni costituiscano un *input* dei dati;
- d) che la struttura dei suoi dati sia comparabile con i *report* della contabilità. In difetto non potrebbe mai essere possibile la individuazione degli scostamenti e delle relative cause;
- e) che la scansione temporale consenta di rilevare dal programma la situazione economica, finanziaria e patrimoniale prevista al momento della esecuzione dell'adempimento o comunque in un tempo ragionevolmente prossimo.

Un ulteriore indizio e valore di riferimento utilizzato spesso nelle analisi finanziarie ed utilizzato per monitorare l'esecuzione del programma di ristrutturazione è costituito dalla **Posizione finanziaria netta** (PFN). Essa, (conosciuta anche come Indebitamento

finanziario netto o Indicatore alternativo di performance) individua l'indebitamento netto dell'impresa in esame ed esprime, in maniera sintetica, il saldo tra fonti ed investimenti di natura finanziaria e risulta di gran lunga utilizzato nell'analisi di bilancio finalizzata alla valutazione di sostenibilità del rimborso dell'indebitamento finanziario, scopo del ritorno in bonis dell'azienda per cui è stato adottato il programma di ristrutturazione.

Si tratta di un modello alternativo di performance che, insieme ad altri indici, permette di valutare:

- il livello complessivo dell'indebitamento dell'impresa;
- la solidità della struttura patrimoniale, quando viene raffrontato con mezzi propri, che prende il nome di "rapporto di indebitamento finanziario" (PFN/Mezzi propri);
- la capacità di restituzione del debito quando viene rapportato al fatturato, caso in cui viene definito "tasso di assorbimento dell'indebitamento" (PFN/Vendite).

La formula della posizione finanziaria netta, che scaturisce dalla somma algebrica tra grandezze finanziarie, siano esse di breve che di medio-lungo periodo, è quella sotto indicata:

PFN =

+ Debiti finanziari (a BT e MLT)

- Disponibilità immediate

- Disponibilità differite

La Posizione Finanziaria netta può essere:

- Positiva, in tale caso le disponibilità liquide e i crediti finanziari a breve termine sono maggiori delle passività finanziarie a breve, medio e lungo termine e pertanto l'impresa ha una disponibilità finanziaria pari al valore ottenuto.
- Negativa, in tal caso si parla di indebitamento finanziario, che evidenzia l'esposizione netta dell'azienda nei confronti dei terzi finanziatori (istituti di credito, società finanziarie, obbligazionisti, società di leasing e di factoring ecc.) per l'ammontare indicato dalla formula. I debiti finanziari sono considerati indipendentemente dalla scadenza temporale.

Il concetto di Posizione finanziaria netta ha trovato solo recentemente impiego nella prassi ed il suo studio e applicazione può essere utile, in prima battuta, ad individuare il grado potenziale ed effettivo di liquidabilità delle attività e di esigibilità delle passività dell'impresa ed, in seconda battuta, le criticità che un disequilibrio potrebbe comportare in termini di costi di illiquidità, di mobilità finanziaria e di costi di controllo in termini di eseguibilità del programma.

Tutte le considerazioni di cui sopra, possono essere utilmente utilizzate se e solo se l'azienda che richiede l'ammissione alla procedura si trova in stato di crisi reversibile, evenienza che, allo stato, sembra di quasi impossibile riscontro.

**APPENDICE 1- esempi di KPI per specifici settori di attività.**

Settore: metallurgia/chimica	
Tonnellate vendute (numero)	rappresenta la quantità fisica, espressa in tonnellate, di prodotto venduto; tale dato è rilevabile con tempestività ed è in grado di Rappresentare l'andamento commerciale dell'azienda; l'indicatore, posto in relazione con il fatturato, è in grado, inoltre, di evidenziare l'andamento dei prezzi medi di vendita applicati
resa (%)	è determinato come rapporto tra le tonnellate di prodotto finito fabbricate e le tonnellate di materia prima impiegata; esso è rilevabile al termine di ciascuna fase produttiva ed è in grado di misurare l'efficienza delle stesse; attraverso l'indicatore di resa è possibile monitorare, in via indiretta, il consumo di materie prime che, nel settore di riferimento, rappresenta solitamente una delle prime voci di costo.

Settore: meccanico	
OEE (Overall Equipment Effectiveness) (%)	è calcolato come rapporto tra le ore effettivamente lavorate da un impianto e le ore lavorabili dello stesso (esclusi quindi i periodi di fermo programmato) ed è un indicatore che consente di valutare le performance di uno o più impianti permettendo di evidenziare eventuali problemi di processo produttivo
Produttività	è determinato come rapporto tra il fatturato, o i volumi fisici prodotti, e le ore lavorate dal personale direttamente coinvolto nella produzione o dal personale complessivo dell'azienda; esso permette valutare la corretta allocazione del fattore produttivo lavoro e l'efficacia degli strumenti di flessibilizzazione eventualmente adottati

Settore: <i>retail</i> di servizi (pubblicità, ecc)	
ordini acquisiti (€)	<p>rappresenta l'ammontare, espresso in euro, degli ordini acquisiti all'azienda in un determinato lasso temporale (settimana, mese, ecc); l'indicatore è rappresentativo della vitalità commerciale dell'azienda e permette di misurare, con anticipo rispetto all'effettiva manifestazione, i flussi finanziari che l'azienda sarà in grado di realizzare</p>
Saldo tecnico (%)	<p>è determinato come differenza, espressa in grandezza percentuale, tra l'ammontare di ordini in portafoglio ad una certa data e l'ammontare di ordini in portafoglio alla pari data in un periodo precedente; tale indicatore è in grado di rappresentare l'andamento dell'attività commerciale dell'azienda evidenziando lo sviluppo, o la contrazione, del portafoglio ordini rispetto al dato storico scelto come riferimento per il confronto (ad esempio l'esercizio precedente o la campagna commerciale precedente)</p>

Settore: <i>retail</i> di prodotti (abbigliamento, GDO, ecc)	
fatturato netto (€)	<p>è rappresentato dai corrispettivi incassati dai punti vendita al netto degli sconti applicati e dell'imposta sul valore aggiunto; tale indicatore può essere monitorato su base giornaliera e, attraverso il confronto con periodi precedenti, fornisce un'efficace misura di performance dei singoli punti vendita, delle linee di prodotto e, infine, dell'intera azienda</p>
<i>intake margin</i> (%)	<p>esso è il margine corrispondente alla differenza tra il prezzo di vendita di cartellino (IVA esclusa), senza considerare l'effetto degli sconti praticati, e il costo di acquisto del prodotto medesimo; tale indicatore può essere rappresentato sia in valore assoluto sia in termini percentuali e fornisce una sintesi della marginalità commerciale dell'azienda</p>

Settore: servizi di trasporto su gomma	
quantitativi trasportati (numero)	rappresenta la quantità, espressa in peso o numero di colli, trasportati; tale indicatore, se posto in relazione con il fatturato, è in grado, inoltre, di evidenziare l'andamento dei prezzi medi di vendita applicati
saturatione dei mezzi (%)	in considerazione della struttura dei costi molto rigida che caratterizza il settore, l'analisi dell'indicatore permette di individuare eventuali fenomeni di dissaturazione tali da non consentire la totale copertura dei costi fissi

Settore: trasporto aereo	
Load factor (%)	è determinato come rapporto tra i passeggeri trasportati e la capacità massima disponibile, in termini di posti, per ciascuna tratta o insieme di tratte; tale indicatore evidenzia il livello di saturazione dei velivoli permettendo di individuare eventuali fenomeni di dissaturazione che possono comportare il mancato raggiungimento del punto di pareggio ( <i>break even point</i> )
Yield (€)	esso rappresenta il ricavo medio per passeggero ed è determinato come rapporto tra il fatturato e il numero di passeggeri; tale indicatore fornisce una sintesi delle strategie tariffarie applicate dall'azienda ed è strettamente correlato al <i>load factor</i> (un incremento delle tariffe, infatti, può avere come conseguenza il calo del <i>load factor</i> ;) per tale motivo l'analisi dei due indicatori deve avvenire in modo congiunto cercando di individuare eventuali disequilibri che possono comportare ricadute sui risultati futuri dell'azienda

Settore: Shipping	
TCE (€ o \$)	<p>rappresenta la rata di nolo, espressa in dollari/euro al giorno, corrisposta dal noleggiatore per la messa a disposizione della nave da parte dell'armatore; esso è determinato, per ciascuna nave o per l'intera flotta, applicando la seguente formula</p> $\frac{(\text{ricavi da viaggio}) - (\text{costi a carico dell'armatore})}{\text{giorni di durata del viaggio round trip}}$ <p>in considerazione del fatto che in tale settore i costi sono per la quasi totalità fissi, l'adeguato monitoraggio del TCE, sulla base dei contratti di volta in volta stipulati con i clienti, permette di cogliere tempestivamente situazioni in cui le rate di nolo sono, prospetticamente, tali da non produrre adeguati flussi finanziari.</p>

Settore: alberghiero	
REVPAR ( <i>RE</i> venue <i>Per Available Room</i> )	Indicatore che combina il tasso di occupazione delle camere e il ricavo medio a camera venduta, fornendo una misura sintetica del ricavo a camera disponibile.

## APPENDICE 2 — la determinazione dei parametri del cash conversion cycle.

Il *cash conversion cycle* è rappresentato da:

$$DSO + DIO - DPO = X \text{ gg}^4$$

Esso è strutturato ipotizzando, per semplicità, il pagamento immediato al momento di maturazione degli altri debiti correnti e segnatamente di retribuzioni, erario (salvo il caso di particolari specificità), contributi e debiti per oneri straordinari. Quanto ai tempi di DSO e DPO, essi devono essere assunti in coerenza con la tendenza storica rilevata (su periodi annuali), applicando preferibilmente il seguente approccio:

### DSO e stima dei crediti commerciali a piano:

$$DSO \text{ medi} = \frac{\text{Crediti commerciali } T_0}{\text{Fatturato } T_0 + IVA(\text{media})} \times 365$$

Si osservi, però, che tale indice presuppone che i crediti commerciali rilevati alla chiusura dell'esercizio siano tutti correnti e non apprezzi eventuali anomalie: a tal riguardo è opportuno che, prima di procedere al calcolo dell'indice, il dato dei crediti venga normalizzato, attraverso l'analisi dello scadenziario alla data di riferimento, determinando l'ageing dei crediti in portafoglio e enucleando le partite incagliate o che presentano un'anzianità superiore alla normale. Il processo di normalizzazione richiede di espungere queste posizioni dalla formula di cui sopra, formulando altresì una previsione dei presumibili tempi di incasso, e assumendo, in via prudenziale, eventualmente prevedendo uno stress test specifico, la possibilità che insorgano nuove partite incagliate,.

Individuato l'indice medio di incasso dei crediti, per determinare i crediti commerciali negli anni di piano sulla base del fatturato ipotizzato, occorre applicare la seguente formula:

$$\text{Crediti commerciali } T_n = \frac{\text{Fatturato } T_n + IVA(\text{media})}{365} \times DSO \text{ medi } T_0$$

L'indice così calcolato, anche se epurato dalle partite non correnti, rappresenta una media statica dei tempi di incasso di tutti i clienti della società in relazione al fatturato complessivo generato nell'anno.

---

<sup>4</sup> L'indicatore dovrebbe essere confrontato con il benchmark del settore di riferimento per investigare le differenze analizzando le singole componenti che lo compongono

### **DPO e stima dei debiti verso fornitori a piano**

La formula utilizzata per determinare l'indice è la seguente:

$$DPO\ medi = \frac{Debiti\ verso\ fornitori\ T_0}{Acquisti\ totali\ T_0 + IVA\ (media)} \times 365$$

Anche per quanto riguarda l'indice di pagamento medio dei debiti verso fornitori risulta di fondamentale importanza analizzare l'ageing degli stessi per individuare i debiti correnti ed espungere sia il debito concorsuale sia eventuali partite che presentano uno scaduto che eccede i limiti fisiologici.

Individuato, quindi, l'indice medio di pagamento dei fornitori, per determinare i debiti verso fornitori negli anni di piano sulla base del piano economico, occorre applicare la seguente formula:

$$Debiti\ verso\ fornitori\ T_n = \frac{Acquisti\ Totali\ T_n + IVA\ (media)}{365} \times DPO\ medi\ T_0$$

### **DIO e tempi di rigiro del magazzino.**

Nella declinazione finanziaria occorre anche considerare il tempo medio di rigiro del magazzino che consente di parametrare in modo giustificato e coerente con il passato il dimensionamento del magazzino.

In questo caso l'indice è il DIO ed è calcolato, sempre su base annuale, attraverso le seguenti formule, diverse a seconda che si tratta di prodotti finiti, di semilavorati o di materie prime:

Prodotti Finiti: 
$$DIO\ PF = \frac{Magazzino\ prodotti\ finiti\ T_0}{Fatturato\ T_0} \times 365$$

Semilavorati: 
$$DIO\ SL = \frac{Magazzino\ semilavorati\ T_0}{Acquisti\ Totali\ T_0} \times 365$$

Materie Prime: 
$$DIO\ MP = \frac{Magazzino\ materie\ prime\ T_0}{Acquisti\ materie\ prime\ T_0} \times 365$$

Anche in questo caso, prima di procedere al calcolo dell'indice, occorre analizzare le giacenze di magazzino al fine di individuare la quota parte c.d. slow-moving, che risulta in giacenza da parecchio tempo con scarse movimentazioni, e la quota parte c.d. no moving, ovvero di prodotti obsoleti e non più utilizzabili.

Individuati gli indici di cui sopra su base storica, gli stessi devono essere utilizzati per determinare l'ammontare del magazzino negli anni di piano, utilizzando le seguenti formule:

Prodotti Finiti: 
$$\text{Magazzino PF } T_n = \frac{\text{Fatturato } T_n}{365} \times \text{DIO PF medi } T_0$$

Semilavorati: 
$$\text{Magazzino SL } T_n = \frac{\text{Acquisti Totali } T_n}{365} \times \text{DIO SL medi } T_0$$

Materie Prime: 
$$\text{Magazzino MP } T_n = \frac{\text{Acquisti MP } T_n}{365} \times \text{DIO MP medi } T_0$$